

Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinnan sääntely

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Arvopaperioikeus

Maisterintutkielma

Marraskuu 2021

Tekijä: Miira Heikkinen

Ohjaaja: Heikki Marjosola

Tiivistelmä

Tiedekunta: Oikeustieteellinen tiedekunta

Koulutusohjelma:

Opintosuunta: Arvopaperioikeus

Tekijä: Miira Heikkinen

Työn nimi: Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinnan sääntely

Työn laji: Maisterintutkielma

Kuukausi ja vuosi: Marraskuu 2021

Sivumäärä: I + 68 + i

Avainsanat: rahasto, erikoissijoitusrahasto, vaihtoehtorahasto, AIF, vaihtoehtorahastojen hoitaja, AIFM, kiinteistösijoittaminen, rahastolainsäädäntö, likviditeetinhallinta, maksuvalmius

Ohjaaja tai ohjaajat: Heikki Marjosola

Säilytyspaikka: Helsingin yliopiston kirjasto

Muita tietoja:

Tiivistelmä: Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat avoimia rahastoja, joissa sijoittajan omistama rahasto-osuus on likvidiä varallisuutta, mutta rahaston omistamat kiinteistökohteet epälikvidiä varallisuutta. Tämän epäsuhdan takia lainsäädäntö ja valvovat viranomaiset vaativat rahastonhoitajien kiinnittävän korostetusti huomiota rahaston likviditeetinhallintajärjestelyihin. Tutkimuksessa tarkastellaan, miten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallintaa säännellään ja millaisia likviditeetinhallintakeinoja lainsäädäntö rahastojen käyttöön mahdollistaa. Tutkimustehtävänä on lisäksi selvittää, onko likviditeetinhallinnan sääntely tällaisenaan hyvää ja riittävää vai tulisiko siihen tehdä muutoksia.

Tutkimusmenetelmä yhdistelee oikeusdogmaattiseen metodiin myös oikeustaloustieteellistä ja sääntelyteoreettista tarkastelutapaa. Tällainen valinta on tehty, koska tutkimusaihe liittyy vahvasti talouselämään eikä tutkimuksen tekeminen pelkästään oikeudellisessa tyhjiössä olisi mielekästä. Lisäksi tutkimuksessa pyritään ottamaan kantaa sääntelyn tasoon ja kehityskohtiin, mikä edellyttää sääntelyteoreettisen näkökulman käyttöä.

Rahastojen valvonnasta vastaava viranomainen Finanssivalvonta teki vuonna 2019 laajan selvityksen kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinnan tilasta. Syksyllä 2019 julkaistun teema-arvion tulosten perusteella rahastot päivittivät likviditeetinhallintakäytäntöjään, mikä auttoi niitä selviämään vuoden 2020 koronapandemian aiheuttamasta markkinashokista ilman suuria vaikeuksia. Ensimmäinen kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto perustettiin vuonna 2012, joten rahastot eivät toistaiseksi ole joutuneet selviytymään pitkäaikaisista markkinakriiseistä tai kiinteistöjen arvojen laskusta.

Tutkimuksen johtopäätöksenä on, että kotimainen likviditeetinhallinnan sääntely on hyvällä tasolla, mutta EU-tason sääntelyyn odotetaan tehtävän sääntelyä tiukentavia muutoksia. Kotimaisilla rahastoilla on laajasti erilaisia likviditeetinhallintavälineitä käytössään, mutta markkinatilanne ei ole toistaiseksi edellyttänyt niiden hyödyntämistä.

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Taustaa.....	1
1.2	Tutkimuskysymys.....	3
1.3	Tutkimusmenetelmä.....	4
1.4	Tutkimusaineisto.....	6
1.5	Tutkielman rakenne.....	8
2	KIINTEISTÖIHIN SJOITTAVA ERIKOISSJOITUSRAHASTO.....	10
2.1	Keskeinen sääntely ja käsitteet.....	10
2.2	Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen ominaispiirteet.....	14
2.3	Vaihtoehtorahastojen hoitajan ja erikoissijoitusrahaston välinen suhde.....	17
3	LIKVIDITEETINHALLINTA.....	19
3.1	Taustaa.....	19
3.2	Likviditeettiriski.....	21
3.3	Rahaston arvon määrittäminen.....	23
3.3.1	Lyhyesti kiinteistönarvioinnista.....	23
3.3.2	Rahaston ja rahasto-osuuden arvonmääritys.....	28
3.4	Stressitestit.....	30
3.4.1	Yleistä rahaston stressitestauksesta ja ESMA:n ohjeesta.....	31
3.4.2	Vähemmän likvidejä varoja koskevan stressitestauksen erityispiirteet.....	33
3.4.3	Stressitestauksen valvonta.....	36
3.5	Likviditeetinhallinnan jälkikäteistoimenpiteet eli likviditeetinhallintavälineet.....	37
3.6	Sijoittajien etu ja tasapuolinen kohtelu.....	39
3.7	Valvovien viranomaisten toimet rahastojen likviditeetinhallinnan selvittämiseksi.....	43
3.7.1	Finanssivalvonnan teema-arvio kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmäärityskysymyksistä ja likviditeetinhallinnasta 19.11.2019.....	43
3.7.2	ESRB-teema-arvio 12.11.2020.....	46
3.7.3	Finanssivalvonnan valvottavakirje: Sijoitusrahastojen ja kooltaan merkittävien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinta 6.4.2021.....	49
3.8	Avointen kiinteistörahastojen arvonmäärityksen epävarmuus markkinakriisissä.....	50
3.8.1	Saksan vuoden 2006 kiinteistörahastokriisi.....	51
3.8.2	Brexitin vaikutus Britannian kiinteistörahastomarkkinaan.....	55
3.8.3	Likviditeetinhallinta vuoden 2020 koronapandemian aikana.....	57
4	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	59
	LÄHTEET.....	62
	LIITE 1: SJOITUSRAHASTOLISTA 31.3.2021, PÄIVITETTY 21.5.2021.....	I

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa

Vuonna 2020 suomalaisessa rahastomarkkinassa toimi 20 pääasiassa kotimaisiin kiinteistöihin sijoittavaa erikoissijoitusrahastoa.¹ Näiden rahastojen yhteenlaskettu tase vuoden 2020 lopussa oli noin 9 miljardia euroa² ja niiden hallitseman kiinteistövarallisuuden arvo vuoden 2020 lopussa noin 8,4 miljardia euroa³. Jälkimmäinen luku muodostaa noin 10 % koko Suomen ammattimaisesta kiinteistösijoitusmarkkinasta, joten kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat nousseet merkittävään asemaan kotimaisessa kiinteistösijoitusmarkkinassa ja kotimaisten kiinteistöjen omistajana.⁴

Huolimatta siitä, että kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat nousseet merkittäväksi omistajaksi ja sijoittajaksi kotimaisessa kiinteistömarkkinassa, sijoitusvälineenä ne ovat kohtalaisen tuore ilmiö. Ensimmäinen kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto perustettiin vuonna 2012 ja se toi markkinaan täysin uuden tavan sijoittaa kiinteistöihin mahdollistaen samalla epäsuoran kiinteistösijoittamisen tavallisille kotitalouksille ja kiinteistösijoittamisen ylipäättään sellaisille institutionaalisille sijoittajille, joiden omat säännöt eivät välttämättä mahdollistaneet suoraa kiinteistösijoittamista.⁵ Koska kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja on perinteisesti markkinoitu matalan riskin sijoituksina, jotka mahdollistavat sijoittajille tasaisen tuoton pitkällä aikavälillä tarkasteltuna, ne ovat houkuttelevia sijoituskohteita nimenomaan kotitalouksille ja institutionaalisille⁶ sijoittajille.

¹ Rahastoista 18 sijoittaa erilaisiin toimitilakiinteistöihin ja asuntoihin, kaksi rahastoa sijoittaa rakentamattomiin tontteihin. Lukuun ottamatta kahta rahastoa, joiden strategia on sijoittaa myös muissa Pohjoismaissa sijaitseviin kiinteistöihin, kaikki rahastot sijoittavat suomalaisiin kiinteistöihin. Lukumäärässä ei ole huomioitu metsäkiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja tai rahastoja, jotka sijoittavat ainoastaan muihin kiinteistörahastoihin (ns. rahastojen rahastot) tai kiinteistöarvopapereihin. Lisäksi vuonna 2020 perustettu Erikoissijoitusrahasto Investors Tuottokiinteistöt on jätetty tarkastelun ulkopuolelle, koska rahaston omistuksessa on ainoastaan yksi kohde, eikä sen toiminta tätä kirjoittaessa vaikuta aktiiviselta. Ks. liite 1 listaus kaikista kirjoitushetkellä toimivista kotimaisiin kiinteistöihin sijoittavista erikoissijoitusrahastoista.

² KTI Kiinteistötieto 2021, s. 2.

³ KTI Kiinteistötieto 2021, s. 19.

⁴ KTI Kiinteistötieto 2020b, s. 4.

⁵ Epäsuoralla kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan sijoittamista kiinteistöihin arvopapereiden kautta. Ks. lisää suorasta ja epäsuorasta kiinteistösijoittamisesta Kaleva – Oikarinen – Soutamo 2017 s. 104–114.

⁶ Pörssisäätiön sijoittamisen ja säästämisen sanasto määrittelee institutionaalisen sijoittajan olevan suuria sijoituksia tekevä yhteisö, esimerkiksi eläke- tai vakuutusyhtiö, pankki tai toinen sijoitusrahasto. Tyypillistä institutionaalisille sijoittajille on, että ne toimivat sijoitusmarkkinoilla hoitaakseen asiakkaidensa ja edunsaajiensa varoja. Tarkemmin institutionaalisista sijoittajista Kaleva – Oikarinen – Soutamo 2017, s. 42–47.

Erityisesti suuret kiinteistökohteet ovat kalliita ja moniulotteisia, mutta avoimen rahastorakenteen kautta piensijoittajilla on mahdollisuus saada sijoitussalkkuunsa kiinteistöjä usein varsin pienellä pääomalla omistamatta kiinteistöä kokonaisuudessaan, jolloin myös yksittäisen sijoittajan ottama riski pienenee. Samalla hänen omistuksensa eli rahasto-osuus on huomattavasti likvidimpää varallisuutta kuin suoraan omistettu kiinteistökohte.⁷ Lisäksi suoraan kiinteistösijoittamiseen verrattuna kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen etuna varsinkin vähemmän kiinteistöihin perehtyneen sijoittajan kannalta on rahastosijoittamiselle ominainen ulkoistettu hallinnointi eli sijoitustoiminnan passiivisuus sijoittajan näkökulmasta. Sijoittaja voi luottaa siihen, että kiinteistöön sijoittavassa erikoissijoitusrahastossa itse kiinteistökohteiden ylläpidosta, hoidosta ja vuokrauksesta vastataan ammattimaisesti ilman, että sijoittajan täytyy itse ottaa kantaa rahastoon kuuluvien kohteiden hallinnointiin millään tavalla. Tällaisen kiinteistösijoittamisen vaivattomuutta sijoittajan näkökulmasta lisää entisestään se, että rahastosalkkuun valitut kohteet ovat kiinteistösijoitusalan ammattilaisten tekemiä valintoja. Kääntöpuolena luonnollisesti on, että sijoittajat siirtävät kaiken päätäntävaltansa sijoituksesta rahastonhoitajalle.⁸ Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat kuitenkin jatkuvasti kasvattaneet suosiotaan, ja rahastojen yhteenlaskettu tase on kasvanut joka vuosi edelliseen vuoteen nähden ensimmäisen rahaston perustamisesta alkaen.⁹ Suosio kertoo sijoitusvälineen menestyksestä ja mahdollisesti myös tarpeellisuudesta kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla.

Lyhyen historiansa vuoksi kotimaiset kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat saaneet käytännössä koko olemassaolonsa ajan toimia nousukaudella. Ensimmäinen varsinainen rahastoja kohdannut kriisi ja likviditeettitesti oli vasta kevään 2020 koronapandemian aiheuttama kiinteistöjen arvonmääritykseen heijastunut epävarmuus. Tätä ennen kiinteistöjen arvot olivat kehittyneet tasaisesti, mutta koronapandemia käytännössä seisautti markkinat ja kiinteistötransaktioiden määrä keväällä 2020 putosi rajusti.¹⁰ Koronapandemian tuomista vaikeuksista huolimatta rahastoihin tehtiin vuoden 2020 aikana 770 miljoonan euron edestä uusia merkintöjä.¹¹ Likviditeetinhallintakysymykset kuitenkin korostuvat avointen rahastojen ollessa kyseessä: siinä missä sijoittajan näkökulmasta hänen omistamansa arvo-

⁷ HE 175/2008 vp, s. 10.

⁸ Lauriala 2008, s. 169–170.

⁹ KTI Kiinteistötieto 2020a, s. 2 ja 14.

¹⁰ Catella 2021, s. 4–5.

¹¹ KTI Kiinteistötieto 2021, s. 4.

paperi eli rahasto-osuus kiinteistöihin sijoittavassa erikoissijoitusrahastossa on helposti likvidoitavaa varallisuutta, rahaston näkökulmasta omistuksen kohteena olevat kiinteistöt ovat erittäin epälikvidejä. Arvopaperin ja sen kohde-etuutena olevan epälikvidin varallisuuserän likviditeettiprofiilit ovat toisin sanoen epäsuhdassa keskenään.

Koronapandemia alkaessa helmi-maaliskuussa 2020 markkinalla heräsi huoli siitä, seuraisiko kriisistä lunastusaalto, jossa suuri osa sijoittajia eli rahasto-osuudenomistajia haluaisi lunastaa¹² eli muuttaa rahasto-osuutensa rahaksi epävarman taloustilanteen takia. Kysymyksiä herätti erityisesti se, miten rahastonhoitajat pystyisivät täyttämään mahdolliset samanaikaiset lunastustoimeksiannot ja edellyttäisikö lunastuspyyntöihin vastaaminen rahastoon kuuluvien kiinteistöjen realisoimista, olisiko kiinteistöjen realisoiminen poikkeuksellisessa markkinatilanteessa käypään hintaan ylipäättään mahdollista ja toteutuisiko rahasto-osuudenomistajien tasapuolinen kohtelu, mikäli lunastustoimeksiantojen täyttäminen todella vaatisi kiinteistöjen realisointia. Maailmalla vastaavien markkinashokkien tiedettiin aiemmin kaataneen nimenomaan avoimia kiinteistörahastoja, joten huoli ei ollut aiheeton.

1.2 Tutkimuskysymys

Samanaikaisesti kun koronakriisi jähmetti markkinoita, kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen hoitajien oli ensimmäistä kertaa käytännössä selvitettävä, millaisia rahaston likviditeetinhallintaan liittyviä keinoja heillä oli käytössään. Valvovat viranomaiset joutuivat myös ensimmäistä kertaa tositilanteessa toteamaan, miten kriisi vaikutti kiinteistöihin sijoittaviin erikoissijoitusrahastoihin ja olivatko viranomaisten ja lainsäädännön likviditeetinhallinnalle asettamat rajat ja tarjoamat keinot riittäviä. Tämän tutkielman tavoitteena on kartoittaa näitä likviditeetinhallinnan keinoja sekä miten ja millaisissa tilanteissa lainsäädäntö mahdollistaa niiden käytön. Lisäksi tutkimuksen kohteena on, onko lainsäädäntö tällaisenaan hyvää ja tarkoituksenmukaista tulevaisuuden mahdollisia kriisitilanteita silmällä pitäen vai tulisiko rahastojen likviditeetinhallintaa säädellä joko tiukemmin tai vaihtoehtoisesti vapauttaa sääntelyä vallitsevasta tasosta.

Tutkielma pyrkii vastaamaan alla listattuihin tutkimuskysymyksiin:

¹²Ks. Pörssisäätiö 2015, s. 19, jonka mukaan lunastuksella tarkoitetaan rahasto-osuuden myymistä eli muuttamista rahaksi. Teknisesti lunastus tarkoittaa, että rahastonhoitaja lunastaa eli ostaa rahasto-osuuden osuudenomistajalta takaisin itselleen. Yleisesti puhutaan kuitenkin rahasto-osuudenomistajan lunastavan rahasto-osuutensa.

- 1) *Miten kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetin hallintaa säädellään?*
- 2) *Mitä likviditeetinhallintakeinoja rahastoilla on käytössään kriisitilanteissa?*
- 3) *Miten ja missä määrin likviditeetinhallintakeinoja on aiemmin hyödynnetty?*
- 4) *Ovatko lainsäädännön mahdollistamat likviditeetinhallintakeinot hyviä ja riittäviä?*
- 5) *Onko rahastojen likviditeetinhallinnan sääntely nykyisellään hyvää ja riittävää vai tulisiko siihen tehdä muutoksia?*

Tutkimustehtävä on ennen kaikkea selvittää ja kuvata nykyistä oikeustilaa, mutta toissijaisesti myös ottaa kantaa siihen, onko nykyiselle sääntelylle kehittämistarpeita, millaisia mahdolliset kehitystarpeet ovat ja millaisia muutoksia paremmin tavoitteensa täyttävä lainsäädäntö edellyttäisi. Nämä kysymykset liittyvät toisiinsa niin kiinteästi, että pelkän voimassa olevan oikeustilan kuvaaminen ei ole tarkoituksenmukaista, ja ensimmäistä tutkimustehtävää toteutettaessa vastauksia löytyy väistämättä myös jälkimmäisenä mainittuun kysymykseen.

1.3 Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkielmassa käytetään pääosin lainopillista eli oikeusdogmaattista tutkimusmenetelmää. Lainopin tarkoituksena on perinteisesti selvittää voimassa olevien oikeussäännösten sisältö ja systematisoida tätä sisältöä helpommin hallittavaan muotoon.¹³ Lainopillisen tutkimuksen tarkoituksena on vastata kysymykseen siitä, mikä voimassa olevan oikeuden mukaan on oikea tapa toimia käsillä olevassa oikeussoveltamistilanteessa.¹⁴ Finanssialan sääntely on 2000-luvun aikana paisunut valtavasti ja sen määrän on kuvattu jopa olevan liian massiivinen hallittavaksi.¹⁵ Tästä syystä myös rahastolainsäädäntö on hajanaista, päällekkäistä ja määrällisesti tarkasteltuna sitä on todella paljon. Tästä syystä lainopin avulla relevantin tutkimuskohdetta koskevan sääntelyn löytäminen ja järjestäminen paremmin hallittavaan muotoon on ehdottoman perusteltua. Johtuen aiheen kiinteästä liitynnästä talouselämään tutkimuksessa käytetään kuitenkin harkitusti myös oikeustaloustieteellistä tutkimusmenetelmää. Tutkimuskysymyksen asettelu johtaa lisäksi väistämättä siihen, että tutkielman tietyissä osissa aihetta lähestytään regulaatioteoreettisesta näkökulmasta.

¹³ Määttä 1999, s. 10.

¹⁴ Husa – Mutanen – Pohjolainen 2010, s. 20.

¹⁵ Wuolijoki 2016, s. 180–182.

Lainoppi on oikeustieteellisessä tutkimuksessa ylivoimaisesti käytetyin menetelmä, mutta kyseessä olevan tutkielman aiheen takia lainopillisen menetelmän rinnalle on hyödyllistä nostaa myös edellä mainitut muut tarkastelutavat.¹⁶ Nähdäkseni oikeustaloustieteellinen ote tuo arvopaperioikeuden alaan kuuluvaan tutkimukseen kaivattua lisäarvoa. *Hirvosen* mukaan lyhyesti määriteltynä oikeustaloustiede tutkii oikeusnormien taloudellista tehokkuutta ja oikeuden sisällön vaikutusta talouden toimintaan.¹⁷ Talouselämän näkökulmasta tavoitteena on saavuttaa tehokkaat ja toimivat markkinat, ja tietysti talouden toimivuuden kannalta myös oikeussäännösten tulisi edesauttaa talouden tavoitetta. *Määttä* toteaaakin osuvasti, että ilman toimivaa oikeusjärjestelmää on turha tavoitella toimivaa talousjärjestelmää.¹⁸ Oikeustaloustiede on luonteeltaan käyttäytymistiede ja sen tavoitteena on tunnistaa, miten yrittäjät ja yksilöt – tämän esityksen puitteissa erityisesti sijoittajat ja kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen hoitajat – reagoivat erilaisiin lainsäädännöstä johtuviin kannustimiin ja rajoitteisiin.¹⁹

Siinä missä lainopin on katsottu palvelevan lain soveltajaa, regulaatio- eli sääntelyteorialla tarkoitetaan menetelmää tai näkökulmaa oikeustieteelliseen tutkimukseen, joka palvelee ensisijaisesti lainsäätäjää. Lainoppia ja sääntelyteoriaa ei ole syytä puhtaasti erottaa toisistaan, vaan kyse on valinnasta siinä, halutaanko lain sisällöstä säätäminen säilyttää puhtaasti lainsäätäjän käsissä vai onko lainsäätämisvaltaa tarkoituksenmukaista delegoida tuomioistuimille ja muille viranomaisille. Jälkimmäinen valinta korostaa lainopin asemaa eli nimenomaan säädetyn lain tulkintaa ja ensin mainittu valinta sääntelyteoriaa, jossa lainsäätäjällä on mahdollisuus huomioida taloudellisia ja muita yhteiskunnallisia näkökohtia lain valmistelussa. Tuomioistuimet ja viranomaiset sen sijaan ovat vahvasti sidottuja säädetyn lain antamiin rajoihin.²⁰

Sääntelyteoria voidaan jakaa normatiiviseen ja positiiviseen.²¹ Normatiivisen sääntelyteoreettisen tutkimuksen tavoitteena on hahmottaa, miten oikeudellisen sääntelyn keinoin voi-

¹⁶ Husa – Mutanen – Pohjolainen 2010, s. 20.

¹⁷ Hirvonen 2011, s. 29.

¹⁸ Määttä 2002, s. 142.

¹⁹ Määttä 1999, s. 12.

²⁰ Määttä 2002, s. 138–139.

²¹ Määttä 1999, s. 13–16.

taisiin saavuttaa jokin tietty yhteiskuntapoliittinen päämäärä ja miten koko oikeusjärjestelmästä saataisiin tasokkaampi. Oikeustaloustieteellinen ja sääntelyteoreettinen tutkimus kulkevat usein käsi kädessä ja sääntelyteoreettiset tutkimustulokset pyritään perustelemaan kulloinkin käsillä olevan aihealueen, esimerkiksi talouden tai yhteiskunnan, näkökulmasta rationaalisina. Tämä johtuu siitä, että kansallisten lakien on nykymaailmassa oltava globaalisti kilpailukykyisiä, koska yksilöillä ja erityisesti yrityksillä on mahdollisuus valita, minkä oikeusjärjestyksen piiriin ne sijoittautuvat.²²

Vaikka tutkielman tavoitteena on ennen kaikkea kuvata nykyistä oikeustilaa, pyritään esityksen puitteissa tarjoamaan oikeustaloustieteeseen ja normatiiviseen sääntelyteoriaan tukeutuen näkökulmia oikeussäännöille *de lege ferenda*. Laki on aina epätäydellinen ja tulkinanvarainen, eikä lakia säädettäessä pystytä huomioimaan kaikkia mahdollisia tulevaisuuden tilanteita ja ilmiöitä – maailmanlaajuinen koronaviruksen kriisi on tällaisesta yllättävästä olosuhteesta erinomainen esimerkki. Normatiivinen sääntelyteoria pyrkii vastaamaan kysymykseen siitä, onko laki epätäydellisenäkin silti parempi ratkaisu kuin jättää jokin asia täysin sääntelemättä.²³

Tässä tutkielmassa lainopin avulla selvitetään erityisesti kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja koskevaa sääntelyä sekä niitä likviditeetinhallintaan liittyviä rajoituksia ja keinoja, joita lainsäädäntö kansallisesti ja Euroopan unionin tasolla rahastoille asettaa ja tarjoaa. Oikeustaloustiede ja normatiivinen sääntelyteoria sen sijaan on valittu tukemaan tutkimustulosten perustelua erityisesti jälkimmäisissä jaksoissa, joissa otetaan kantaa nykysääntelyn laatuun ja riittävyyteen. Oikeusdogmaattisen menetelmän lisäksi oikeustaloustieteellinen näkökulma on nähdäkseni välttämätön, jotta tutkimusaineistoon kuuluvia muiden tieteenalojen kuin oikeustieteen tutkimustuloksia pystytään hyödyntämään. Erityisesti kiinteistönarviointia ja aiempia markkinakriisejä käsittelevissä alajaksoissa vieraillaan jonkin verran puhtaasti oikeustieteellisen viitekehyksen ulkopuolella.

1.4 Tutkimusaineisto

Kotimaista rahasto-oikeudellista kirjallisuutta on saatavilla valitettavan vähän ja laajemmat rahasto-oikeudelliset teokset on julkaistu ennen kuin ensimmäinen kiinteistöihin sijoittava

²² Määttä 2002, s. 132–133 ja 138.

²³ Määttä 1999, s. 15.

erikoissijoitusrahasto on perustettu. Rahastomarkkina ja sitä koskeva lainsäädäntö kehittyvät alati ja kirjallisuus onkin jäänyt jälkeen alan kehityksestä. Kotimaiset erikoissijoitusrahastot eivät myöskään ole aiemmin olleet aktiivisesti tutkimuksen kohteena, joten kotimaista kirjallisuutta tai tutkimusta tämän tutkielman tueksi ei juurikaan ole saatavilla. Edellä mainituista seikoista johtuen tutkimusaineistoon on otettu mukaan myös perinteiselle oikeustieteelliselle tutkimukselle vieraampaa materiaalia.

Kirjallisten lähteiden rajallisuutta täydentää laaja kansallinen ja unionintasoinen rahastolainsäädäntö sekä huolellisesti toteutetut esityöt ja valvovien viranomaisten eli Finanssivalvonnan ja Euroopan arvopaperiviranomaisen (engl. *European Securities and Markets Authority*, jäljempänä ESMA) koostamat raportit ja suositukset. Näitä virallislähteitä ja viranomaisten tuottamia materiaaleja hyödynnetään tässä tutkielmassa laajasti. Viranomaisten raportit ja teema-arviot ovat suhteellisen tuoreita ja erityisesti ESMA:n koostamat yhteenvedot on tehty nopealla aikataululla kevään 2020 koronakriisin jälkeen, joten niiden vaikutusta rahastojen toimintaan on vaikea arvioida vielä tätä esitystä kirjoitettaessa. Raporttien koostamisen kireä aikataulu on myös saattanut asettaa raporttien laadulle tiettyjä rajoitteita.

Lisäksi tutkimusaineistona käytetään erityisesti Saksan avoimista kiinteistörahastoista tehtyä tutkimusta unohtamatta sitä tosiasiaa, että erikoissijoitusrahasto sijoitusvälineenä on nimenomaan kotimaisen oikeusjärjestelmän ja rahastokentän kuriositeetti.²⁴ Kansainväliset artikkelit ovat pitkälti kiinteistötalouden tieteenalan artikkeleja ja lukijalle on syytä korostaa, että niitä ei ole kirjoitettu oikeustieteellinen tutkimus mielessä, vaikka lähdeaineistoa tässä esityksessä pyritäänkin tulkitsemaan oikeusdogmaattisesti. Tutkimuksessa hyödynnetään myös markkinoilla aktiivisesti toimivien muiden osapuolten, kuten Suomen Pankin, Pörs sisäätiön, KTI Kiinteistötiedon ja alan yritysten ja tutkimuksen kohteena olevien rahastojen hoitajien tuottamia materiaaleja ja julkaisuja.

Tutkimuksessa on seurattu Suomen lainsäädäntöä 4.11.2021 säädöskokoelmaan 908/2021 asti.

²⁴ Tähän aiheeseen palataan yksityiskohtaisesti jaksossa 2.

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielma koostuu neljästä pääluvusta. Ensimmäisessä luvussa lukijalle esitellään tutkimuksen tausta, tutkimuskysymys, tutkimusmenetelmä, tutkimusaineisto sekä tutkielman rakenne. Johdantoluvun ensimmäisessä alaluvussa taustoitetaan, miten aihe on päädytty valitsemaan ja miksi se on mielenkiintoinen ja ajankohtainen. Lisäksi lukija johdatetaan tiiviillä esittelyllä kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen markkinaan ja oikeudelliseen ja historialliseen viitekehykseen. Alaluvussa 1.2 esitellään ja rajataan tutkimusaihetta sekä jaetaan aihe konkreettisesti tutkimuskysymyksiksi, joiden avulla tutkimuskohdetta on helpompi lähestyä. Menetelmäosiossa kuvataan tarkasti, millaista menetelmää tutkimuksessa käytetään ja erityisesti, miksi tutkielmassa on päädytty lainopin lisäksi tuomaan tarkasteluun myös muunlaista näkökulmaa. Tutkimusaineiston osalta perustellaan tutkimusaineiston valinta ja ne rajallisuudet, joita lähdemateriaaliin liittyy, ja jotka lukijan on hyvä pitää mielessä tutkielmaan tutustuessaan. Johdantoluvun tavoitteena on ennen kaikkea perustella, miksi tutkimusta tehdään ja mihin sillä pyritään.

Johdantoluvun jälkeen tutkielma etenee kronologisesti yleisestä viitekehyksen ja lainsäädännön kuvaamisesta kohti erityisempää itse tutkimuskysymyksiin vastaamiseen keskittyvää ja aihetta syventävää osiota. Toisessa luvussa kuvataan kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen toiminnan yleistä viitekehystä sekä lainsäädäntöä, joka kyseessä olevia rahastoja koskee. Tavoitteena on tuoda esiin, mikä kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto on ja mikä tekee siitä tavallisesta sijoitusrahastosta tai muunlaisesta vaihtoehtorahastosta poikkeavan sijoitustuotteen. Lisäksi luvussa määritellään selkeyden vuoksi myöhemmin tutkielmassa käytettäviä käsitteitä ja termejä sekä sivutaan lyhyesti erikoissijoitusrahaston oikeudelliseen muotoon liittyviä näkökohtia.

Kolmannessa pääluvussa syvennytään perusteellisesti rahastojen likviditeetinhallintaan ja sivumääräisesti luku kattaa tutkielmasta suurimman osan. Luvussa perehdytään rahastojen arvonmääritykseen ja kuvataan tiiviisti myös kiinteistöjen arvonmääritysprosessia. Likviditeetinhallintaa testaavia maksuvalmiuden stressitestejä käsitellään luvussa laajasti, minkä lisäksi syvennytään viranomaisten laatimiin teema-arvioihin ja suosituksiin sekä haetaan vertailupohjaa kotimaiselle lainsäädännölle kansainvälisistä avoimia kiinteistörahastoja koh-

danneista kriiseistä. Rahaston likviditeetinhallinnan määrittelyn ja viranomaisten materiaalien ja lainsäädännön asettamien rajojen ja tarjoamien keinojen kautta lähestytään itse tutkimuksen otsikkoaihetta ja johdantoluvussa esitettyihin tutkimuskysymyksiin vastaamista.

Viimeisessä pääluvussa kootaan yhteen aiemmissä pääluvuissa tehdyt havainnot ja pyritään antamaan niiden perusteella johtopäätöksiä, jotka vastaavat asetettuihin tutkimuskysymyksiin. Tarkoitus on antaa tutkimustulosten perusteella mahdollisia suosituksia kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja koskevan lainsäädännön kehittämiseksi ja asettaa tutkimuksessa saadut tulokset ymmärrettävästi sekä kansalliseen että unioninlaajuiseen viitekehukseen.

2 KIINTEISTÖIHIN SJOITTAVA ERIKOISSJOITUSRAHASTO

2.1 Keskeinen sääntely ja käsitteet

Otsikkoaiheen ja tutkimuskysymyksen ymmärtäminen edellyttää aluksi tutustumista siihen, mikä kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto oikeastaan on. Informatiivisen viitekehysten luomiseksi on syytä ensin esitellä keskeinen lainsäädäntö, jota tällaisiin rahastoihin sovelletaan, sekä ne olennaiset lainsäädännön muutokset, jotka ovat mahdollistaneet tällaisen sijoitusvälineen synnyn.

Erikoissijoitusrahaston perustamisesta tuli mahdollista 1.8.1996 alkuperäiseen vuoden 1987 sijoitusrahastolakiin (480/1987) tehdyn muutoksen yhteydessä. Tällöin sallittiin sellaisten erikoisrahastojen perustaminen, jotka saivat sijoitusstrategiassaan poiketa sijoitusrahastolain vaatimuksista ja sijoittaa muihinkin sijoituskohteisiin kuin arvopapereihin, esimerkiksi kiinteistöihin.²⁵ Kiinteistörahastolain (1173/1997) säätämisen yhteydessä vuonna 1997 oli siis jo mahdollista perustaa sellainen erikoissijoitusrahasto, joka sijoitti osan varallisuudestaan kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin. Kokonaan uuden kiinteistöihin sijoittaviin rahastoihin keskittyvän lain säätäminen kuvasti rahastomarkkinoiden tarvetta uudentilaisille sijoitusvälineille ja halua elvyttää kotimaista kiinteistömarkkinaa. Laki kuitenkin suunniteltiin sopimaan suljetuille (engl. *closed-end*) kommandiitti- ja osakeyhtiömuotoisille rahastoille eikä vaihtuvapääomaisen kiinteistörahaston nähty vielä tässä vaiheessa olevan toimiva instrumentti Suomen rahastomarkkinoilla.²⁶

Uuden, vuoden 1999 sijoitusrahastolain (48/1999) säätämisen yhteydessä erikoissijoitusrahastojen puitteissa tapahtuvaa tuotekehittelyä kuitenkin vapautettiin entisestään, jolloin tietylle toimialalle, kuten kiinteistöihin, omaisuutensa sijoittavan vaihtuvapääomaisen erikoissijoitusrahaston perustamisesta tehtiin mahdollista.²⁷ Tällaisia rahastoja ei lopulta kuitenkaan perustettu pitkään aikaan, koska silloisen EU-sääntelyn hitaus ja markkinoiden korkea korkotaso vaikuttivat siihen, etteivät kotimaiset yritykset uskaltaneet rohkeasti harjoittaa tuotekehitystä varsinkaan Suomen pienillä rahasto- ja kiinteistömarkkinoilla. Niinpä ensimmä-

²⁵ HE 59/1996 vp, s. 21 ja 52.

²⁶ HE 77/1997 vp, s. 21.

²⁷ HE 202/1998 vp, s. 26 ja 29–33.

mäinen kiinteistöihin sijoittava erikoissijoitusrahasto perustettiin vasta 13 vuotta myöhemmin vuonna 2012, kun markkinat olivat toipuneet edellisestä finanssikriisistä ja korkotaso oli laskemaan päin, vaikka kiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahaston perustaminen olisi ollut mahdollista jo viime vuosituhaten vaihteessa.

Voimassa oleva erikoissijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö on kirjattu osin lakiin vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014, jäljempänä AIFML²⁸) ja osin sijoitusrahastolakiin (213/2019, jäljempänä SRL). Kotimainen lainsäädäntö noudattaa Euroopan unionin rahastosääntelyn antamaa mallia, joka jakautuu ”tavallisia” UCITS-rahastoja (engl. *undertaking for collective investment in transferable securities*) koskevaan UCITS-direktiiviin²⁹ ja AIFM-direktiiviin³⁰, joka koskee tavallisista sijoitusrahastoista poikkeavia vaihtoehtorahastoja (AIF, engl. *alternative investment fund*). AIFM-direktiiviä täydentää AIFM-asetus³¹, joka sisältää yksityiskohtaisempaa sääntelyä tietyistä direktiivin osa-alueista. AIFM-direktiiviä vastaavasti kotimaisen AIFML:n sääntely kohdistuu nimenomaan vaihtoehtorahastojen hoitajiin eikä itse vaihtoehtorahastoihin.³² Direktiivissä valintaa perustellaan sillä, että vaihtoehtoiset sijoitusrahastot ovat moninaisia ja keskenään niin erilaisia, että rahastoja koskeva sääntely unionin puolesta olisi vaikeaa (AIFM-direktiivi, johdanto-osan 10 kappale). Tähän argumenttiin on helppo yhtyä, sillä esimerkiksi erikoissijoitusrahastot kuuluvat ainoastaan suomalaiseen rahastokenttään ja oikeusjärjestelmään, mikä indikoi, että muissakin jäsenvaltioissa on kansallisen lainsäädännön mukaisia vaihtoehtoisia rahastorakenteita. Komission laatiman vaikutusarvion mukaan sääntelyn rajaaminen koskemaan nimenomaan vaihtoehtorahastojen hoitajia on tehokkain tapa toimialan riskien hallitsemiseksi.³³

Sijoitusrahastolainsäädäntöä uudistettiin kokonaisvaltaisesti vuonna 2019, jolloin erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely selkiytyi, kun päällekkäisyyksiä vanhan sijoitusrahastolain ja AIFML:n välillä poistettiin. Vuoden 1999 sijoitusrahastolakiin tehdyt muutokset

²⁸ Lyhenne AIFM tulee englanninkielisestä termistä *alternative investment fund manager*.

²⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

³⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EY, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta.

³¹ Komission delegoitu asetukset (EU) 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta.

³² Siivonen 2016, s. 10.

³³ COM(2009) 207, s. 34.

olivat pirstaloineet lain yhtenäisyyttä ja erityisesti erikoissijoitusrahastojen asema EU-lainsäädännön puitteissa oli epäselvä.³⁴ Uudistuksen yhteydessä erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely siirrettiin AIFML:iin lisäämällä siihen kokonaan uusi erikoissijoitusrahastoja koskeva 16 a luku. Uudistus selkeytti oikeustilaa linjaamalla, että erikoissijoitusrahasto oli aina myös AIFM-direktiivin tarkoittama vaihtoehtorahasto. Legaalimääritelmän mukaan vaihtoehtorahastolla tarkoitetaan yhteisöä tai muuta yhteistä sijoittamista, jossa varoja hankitaan useilta sijoittajilta ja sijoitetaan määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi ja jolta ei edellytetä sijoitusrahastodirektiivin 5 artiklassa tarkoitettua lupaa. Erikoissijoitusrahasto on vaihtoehtorahasto, jonka on noudatettava AIFML:n 16 a luvun velvoitteita (AIFML 2:1). Uudistus on kuitenkin saanut kritiikkiä siitä, että tervetulleesta yhtenäistämisestä ja selkeyttämisestä huolimatta sijoitusrahastojen kansainvälistä kilpailukykyä tai tuotekehittelyä edistäviä muutoksia ei tehty. Lainsäätäjän tavoitteena ei kuitenkaan alun perinkään ollut kattava lain sisällön uudistaminen, vaan ennemminkin jo olemassa olevien säännösten eheyttäminen ja järjesteleminen loogisemmin uuteen sijoitusrahastolakiin ja lakiin vaihtoehtorahastojen hoitajista.³⁵ Lainsäädäntöuudistuksen valmisteluvaiheessa talousvaliokunta nosti esiin erikoissijoitusrahastoihin liittyvän huolen siitä, että erikoissijoitusrahastoja koskevan sääntelyn painopiste muutettiin itse rahastoista koskemaan ensisijaisesti niiden hoitajia. Muutoksen nähtiin uhkaavan aiheuttaa ongelmatilanteiden ilmetessä haittaa myös sille osalle AIFML:a, joka ei koske erikoissijoitusrahastoja. Koska lain rakenne korjattiin vastaamaan EU-sääntelyn jäsentelytapaa, sen todettiin kuitenkin olevan perusteltu.³⁶

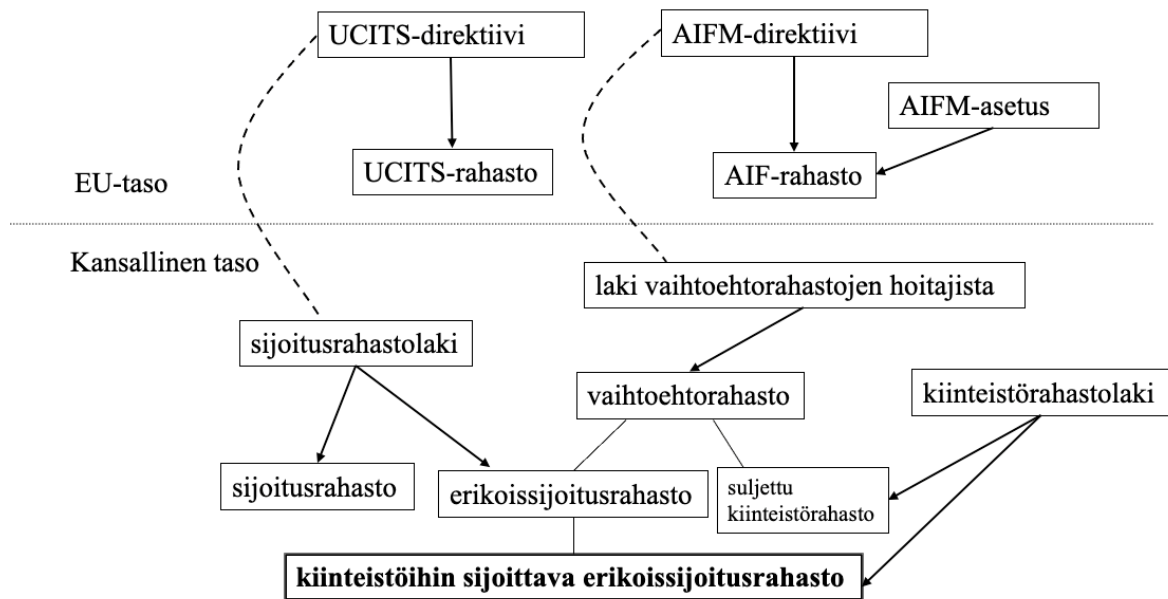
Vaikka erikoissijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö on teknisesti siirretty lakiin vaihtoehtorahastojen hoitajista, muistuttavat erikoissijoitusrahastot puhtaasti historiallisista syistä tavallisia sijoitusrahastoja monilta osin. Tämän vuoksi AIFML 16a:1:ssä luetellaan ne sijoitusrahastolain pykälät, joita erikoissijoitusrahastoihin sovelletaan. Koska erikoissijoitusrahastoja koskevaa lainsäädäntöä ei puhtaasti voitu siirtää AIFML:iin, kokonaiskuvan saaminen rahastoja koskevasta lainsäädännöstä edellyttää edelleen jonkin verran poukkoilua AIFML:n ja SRL:n välillä. Rahastolainsäädännön pirstaleisuutta ja vaikeaselkoisuutta kuvaa hyvin se, että kiinteistöihin sijoittaviin erikoissijoitusrahastoihin sovelletaan AIFML:n ja

³⁴ Epäselvyyttä aiheutti tulkinta siitä, oliko erikoissijoitusrahastot aina katsottava AIFM-direktiivin mukaisiksi vaihtoehtorahastoiksi. Ks. Jusslin s. 13, alaviitteessä 60 esittämä kysymys.

³⁵ Harju 2020, s. 78–87 ja KPMG Oy 2019.

³⁶ TaVM 27/2018 vp, s. 4.

SRL:n lisäksi soveltuvien osin myös kiinteistörahastolain 3 ja 4 lukuja. Luvut koskevat kiinteistörahaston varojen sijoittamista, luotonottoa, omaisuuden arvostamista ja arviointia sekä kiinteistönarvioitsijoita ja kiinteistönarviointia. Näihin kiinteistörahastoja koskeviin erityispiirteisiin palataan seikkaperäisemmin jäljempänä. Kuva 1 havainnollistaa konkreettisesti, mitä sääntelyä kiinteistöihin sijoittaviin erikoissijoitusrahastoihin sovelletaan.



Kuva 1. Kiinteistöihin sijoittavaa erikoissijoitusrahastoa koskeva sääntely.

Rahastokentän termistö on kansallisen ja EU-lainsäädännön limittäisyyden takia jokseenkin sekavaa ja päällekkäistä, joten tutkielman luettavuuden kannalta on syytä määritellä muutamien käsitteiden sisältö ja käyttötapa myöhempiä lukuja varten. Tutkimuksen kohteena olevat kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat ensinnäkin pelkästään suomalaisessa lainsäädännössä ja rahastomarkkinassa esiintyviä *erikoissijoitusrahastoja*, mutta myös kiinteistörahastolain mukaisia *kiinteistörahastoja* ja Euroopan unionin perspektiivistä katsoen AIFM-direktiivin mukaisia *vaihtoehtorahastoja*. Kun jäljempänä viitataan kotimaisessa viitekehyksessä rahastoon tai kiinteistörahastoon, on tarkoituksena keskustella nimenomaan kiinteistöihin sijoittavasta erikoissijoitusrahastosta. Kansainvälisessä yhteydessä avoimella kiinteistörahastolla tarkoitetaan AIFM-direktiivin mukaista kotimaiseen kiinteistöihin sijoittavaan erikoissijoitusrahastoon verrattavissa olevaa vaihtoehtorahastoa.

Suurin osa kotimaisista vaihtoehtorahastojen hoitajista on myös rahastoyhtiöitä. Selvyyden vuoksi ja toisaalta varsin raskaan vaihtoehtorahastojen hoitaja -termin käytön sijasta esityksessä viitataan sekä vaihtoehtorahastojen hoitajiin että rahastoyhtiöihin yhteisellä käsitteellä *rahastonhoitaja* (engl. *fund manager*). Lisäksi tässä esityksessä käytetään sanoja *sijoittaja* ja *rahasto-osuudenomistaja* yhdenvertaisina tarkoittamaan kiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahaston rahasto-osuudenomistajaa. Valintaan on päädytty, koska erikoissijoitusrahastoja koskevaa lainsäädäntöä on laajasti sekä SRL:ssa että AIFML:ssa. Edellisessä käytetään termiä rahasto-osuudenomistaja henkilöstä, joka on ostanut rahaston rahasto-osuuksia ja jälkimmäisessä puhutaan nimenomaan rahaston sijoittajista. Rahastotoimintaa valvova viranomainen Suomessa on Finanssivalvonta, jonka edeltäjä vuoden 2008 loppuun oli Rahoitustarkastus. Tässä esityksessä käytetään valvovasta viranomaisesta nimitystä Finanssivalvonta, vaikka asiallisesti viitattaisiinkin aikaisempaan ajankohtaan kuin vuoteen 2009.

2.2 Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen ominaispiirteet

Kuten edellä on jo mainittu, kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot tuovat kiinteistösijoittamisen tavallisten piensijoittajien saataville. Niitä markkinoidaan siis ammattimaisen asiakkaiden lisäksi myös ei-ammattimaisille asiakkaille. Monella rahastolla on matala, tavallisen ihmisen tavoitettavissa oleva vähimmäismerkintämäärä, mutta edellytetyt minimimerkinnät rahastojen välillä eroavat toisistaan paljon.³⁷ Osa rahastoista tarjoaa erilaisille sijoittajille eri osuussarjoja, joissa vähimmäismerkintämäärät vaihtelevat joistakin sadoista tai tuhansista useisiin miljooniin euroihin. Rahastojen riskiprofiilit vaihtelevat matalan ja korkean välillä kyseessä olevan rahaston strategiasta riippuen, mutta jokainen rahasto markkinoi sopivansa sijoittajalle, jonka sijoitushorisontti on yli viisi vuotta. Vaikka rahastoja markkinoidaan kotitalouksille ja julkinen keskustelu rahastoista painottuu nimenomaan siihen, että rahastoja pidetään ei-ammattimaisille sijoittajille sopivina, todellisuudessa suuri osa sijoittajista on rahastoissa mukana vähintään 100 000 euron sijoituksella.³⁸ Rahastojen sijoittajajakauma ei kuitenkaan ole julkinen, joten luotettavaa tietoa kotitalouksien ja institutionaalisten sijoittajien osuuksista rahastoissa ei ole saatavilla.

³⁷ Ks. KTI Kiinteistötieto 2021, s. 13–14, jonka mukaan esimerkiksi OP-Palvelukiinteistöt-erikoissijoitusrahastolla ei ole lainkaan minimimerkintämäärää, Erikoissijoitusrahasto eQ Liikekiinteistöt -rahaston minimimerkintä on 500 euroa ja S-Pankki Toimitila Erikoissijoitusrahaston minimimerkintämäärä on osuussarjasta (A–C) riippuen 2 00, 100 000 tai 5 000 000 euroa.

³⁸ KTI Kiinteistötieto 2021, s. 6–7.

Tavallisista, jatkuvasti merkinnöille ja lunastuksille avoinna olevista sijoitusrahastoista poiketen erikoissijoitusrahastot ovat yleisölle avoimia omien sääntöjensä mukaisesti (AIFML 16a:4).³⁹ Tämä tarkoittaa, että erikoissijoitusrahasto voi säännöissään määritellä, että rahasto on avoinna uusille merkinnöille esimerkiksi neljä kertaa vuodessa. Samoin rahasto voi säännöissään määritellä, kuinka usein se ottaa vastaan lunastustoimeksiantoja. Suurin osa kiinteistöihin sijoittavista erikoissijoitusrahastoista on auki uusille merkinnöille nimenomaan neljännesvuosittain, mutta osa rahastoista ottaa uusia merkintöjä vastaan jopa kuukausittain.⁴⁰ Lunastustoimeksiantoja rahastot ottavat vastaan yleensä merkintöjä harvemmin, tarkastelun kohteena olevien rahastojen tapauksessa yleisimmin puolivuositain. Tämä on järkevää huomioiden kiinteistöjen arvonmäärittelyyn liittyvät haasteet, jotka tekevät mahdottomaksi rahasto-osuuden päivittäisen arvonmäärittelyn. Laissa onkin vapautettu kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot päivittäisestä rahasto-osuuden arvonmäärittelyksestä. Tähän palataan myöhemmin seuraavassa luvussa.

Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat siis vaihtuvapääomaisia avoimia (engl. *open-end*) rahastoja. Niiden rajoitettu avoimuus yleisölle tekee niistä kuitenkin teknisesti niin kutsuttuja *puoliavoimia rahastoja*, koska sijoittajat eivät voi itsenäisesti valita päiväta-solla, milloin he lunastavat osuutensa, vaan lunastusmahdollisuus on sidottu rahaston säännöissä määrättyihin ennakolta tiedossa oleviin päivämääriin. Tavanomaisesti sijoittajan on myös ilmoitettava aikomuksestaan tehdä lunastus ajoissa ennen lunastusajankohtaa, jolloin sijoittajan varallisuus ei ole likvidoitavissa samalla nopeudella kuin esimerkiksi tavallisen sijoitusrahaston osuus tai pörssissä noteerattu osake. Tämä rajallinen avoimuus kuitenkin erottaa kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot kiinteistörahastolain tarkoittamista suljetuista (engl. *closed-end*) kiinteistörahastoista. Suljetut kiinteistörahastot ovat ammattimaisille sijoittajille suunnattuja rahastoja, joilla on selkeä elinkaari. Ensin rahasto perustetaan, jonka jälkeen rahastoon kerätään tietty määrä varoja. Sijoittajat sitoutuvat sijoittamaan rahastoon tietyn määrän rahaa, jonka rahasto kerää sijoittajilta joko erissä tai kerrallaan pääomakutsuilla. Tämän jälkeen, kun rahaston tavoitekokoo on saavutettu ja sijoitukset kutsuttu

³⁹ Pörssisäätiö 2015, s. 5.

⁴⁰ Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoivakiinteistö -rahaston säännöt, s. 6.

pääomakutsuilla, kutsutut varat sijoitetaan kiinteistöihin. Rahaston elinkaaren lopussa rahaston omistamat kiinteistökohteet myydään joko yhdessä tai erikseen.⁴¹ Erikoissijoitusrahastomallinen kiinteistörahasto sen sijaan on ikuinen vaihtuvapääomainen rakenne, jolla ei ole selvää päättymispäivää, vaan rahaston pääoma ja osuudenomistajat vaihtuvat jatkuvasti.⁴²

Erikoissijoitusrahastot ovat nimensä mukaisesti tavallisesta poikkeavia sijoitusrahastoja. Merkintä- ja lunastusikkunoiden avoimuudesta päättämisen lisäksi erikoisuus liittyy siihen, että erikoissijoitusrahastot saavat poiketa sijoitusrahastolain mukaisista sijoitus- ja hajauttamisvaatimuksista. Laki edellyttää, että mikäli erikoissijoitusrahastoja voidaan tarjota ei-ammattimaisille asiakkaille, rahaston säännöissä on määriteltävä, kuinka varojen sijoittaminen poikkeaa siitä, mitä sijoitusrahastolain 13 luvussa edellytetään (AIFML 16a:6.2). Kyseessä olevien rahastojen varojen sijoittaminen poikkeaa SRL 13 luvun edellyttämästä, koska sijoituskohteena ovat tietenkin kiinteistöt tai kiinteistöarvopaperit eivätkä pörssilistatut arvopaperit, kuten tavallisissa sijoitusrahastoissa. Säännös suojaa ei-ammattimaisia sijoittajia eli usein kuluttajia, joilla ei ole yhtä kattavia tietoja ja laajaa osaamista sijoittamiseen liittyvistä riskeistä kuin ammattimaisilla sijoittajilla.⁴³

Koska rahastojen sijoituskohteena ovat kiinteistöt, kiinteistörahastolaki asettaa niiden sijoitustoiminnalle ja varojen hallinnoimiselle tiettyjä erityisiä vaatimuksia. Rahaston varallisuudesta kolme viidesosaa eli 60 % on oltava sijoitettuna kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin, minkä lisäksi rahastolla on oltava kiinteistörahastotoiminnan edellyttämät käteisvarat. Mahdollista ei ole kuitenkaan sijoittaa globaalisti missä tahansa sijaitseviin kiinteistöihin, vaan sijoituskohteiden on sijaittava Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa. Kotimaiset rahastot sijoittavatkin muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta lähinnä suomalaisiin kiinteistöihin – muutamalla rahastolla on kiinteistöomistuksia myös muissa Pohjoismaissa. Rakentamiseen ja kiinteistökehitykseen rahastot voivat sijoittaa vain yhden viidesosan varallisuudestaan (kiinteistörahastolaki 15.3–4 §). Kiinteistörahastot ovat vivutettuja rahastoja eli ne käyttävät sijoittajien tekemien merkintöjen lisäksi vierasta pääomaa eli luottoa sijoit-

⁴¹ Kuvaus suljetun rahaston elinkaaresta on yksinkertaistettu, mutta suljettuihin kiinteistörahastoihin liittyy mielenkiintoisia tutkimuskysymyksiä sekä yhtiöoikeudellisesta, sopimusoikeudellisesta että arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta.

⁴² KTI Kiinteistötieto 2021, s. 49.

⁴³ Luukkonen 2018, s. 68.

tustoiminnassaan. Vivutuksella pyritään lisäämään sijoittajien tekemien merkintöjen eli rahaston oman pääoman tuottoa.⁴⁴ Kiinteistörahostolain 16 §:n mukaan rahasto saa ottaa luottoa määrän, joka vastaa enintään puolta sen varallisuudesta. Erityisen syyn vaatiessa rahastot saavat lisätä luoton määrää tilapäisesti tai poikkeuksellisessa tilanteessa käyttää väliaikaisia lainajärjestelyjä.

Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat tuottorahastoja ja niiden täytyy suoraan lain nojalla jakaa vuosittain rahasto-osuudenomistajille vähintään kolme neljäsosaa tilikauden voitoista (AIFML 16a:5). Tällainen voitonjakopakko on kansainvälisesti yleinen vaatimus yhteistä kiinteistösijoittamista harjoittaville rahastoille ja säännöksen tavoitteena on verotuksen lykkääntymisedun estäminen. Säännöksellä lykkääntymisvaikutus rajoittuu siis siihen osaan tilikauden voittoja, jota ei ole jaettava osuudenomistajille.⁴⁵ Erikoissijoitusrahastot eivät ole oikeushenkilöitä, mihin niiden toiminnan verovapaus liittyy.⁴⁶ Erikoissijoitusrahastoja koskeviin verotuksellisiin seikkoihin ei perehdytä tarkemmin tämän esityksen puitteissa, mutta seuraavassa alaluvussa selostetaan lyhyesti erikoissijoitusrahaston oikeudellista muotoa.

2.3 Vaihtoehtorahastojen hoitajan ja erikoissijoitusrahaston välinen suhde

Erikoissijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö, vaan rahastonhoitajan hallinnoima ja rahasto-osuudenomistajien omistama varallisuusmassa.⁴⁷ Perusteellisen selvityksen sijoitusrahaston oikeudellisesta muodosta on tehnyt *Harju* artikkelissaan *Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto – oikeushenkilöopillinen vertailu*⁴⁸, jossa hän vertaa sijoitusrahaston muistuttavan oikeudelliselta luonteeltaan monessa suhteessa kuolinpesää. Tätä perustavanlaatuista seikkaa on kuitenkin syytä sivuta tämänkin esityksen puitteissa.

Erikoissijoitusrahaston oikeushenkilöllisyyden puute on peruja alkuperäisen vuoden 1987 sijoitusrahastolain säätämisestä. Tuolloin markkinoille pyrittiin tuomaan sijoituskeino, joka sopisi tavallisille kuluttajille, joilla ei ole kiinnostusta tai osaamista seurata talouden tapah-

⁴⁴ Knüpfer – Puttonen 2018, s. 187–189.

⁴⁵ HE 102/2006 vp, s. 33.

⁴⁶ HE 9/1987 vp ja HE 238/1986 vp, s. 8–9. Ks. lisää sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen oikeushenkilöllisyydestä Harju 2020.

⁴⁷ Harju – Syyrilä 2001, s. 15 ja Harju 2020 s. 20–21.

⁴⁸ Harju 2020.

tumia. Välineen tuli siten olla vaivaton, suhteellisen vähäriskinen, pienellä pääomalla saatavutettavissa ja verokohtelultaan vastaava suoran osakesijoittamisen kanssa. Lopulta päädyttiin ratkaisuun, jossa tehtiin mahdolliseksi perustaa sopimusperusteinen sijoitusrahasto, joka on itsenäinen verovapaa yhteisö.⁴⁹

SRL 9:1:n mukaan rahastoyhtiö edustaa sijoitusrahastoa omissa nimissään. AIFML 16a:1 ulottaa säännöksen lakiviittauksella koskemaan myös erikoissijoitusrahastoja. Erikoissijoitusrahastojen ollessa kyseessä rahastoja edustaa luonnollisesti vaihtoehtorahastojen hoitaja, joka kotimaisessa rahastomarkkinassa on yleensä myös rahastoyhtiö.⁵⁰ Rahaston edustamisen osoittaminen rahastonhoitajalle on välttämätöntä, koska rahastot ovat usein osapuolina erilaisissa oikeustoimissa, mutta oikeushenkilöllisyyden puutteen takia ne eivät voi itse edustaa itseään.⁵¹ Rahastonhoitajat hallinnoivat yleensä useita rahastoja, joten yksittäistä oikeustoimea tehtäessä on oltava selvää, minkä rahaston puolesta rahastonhoitaja toimii.

Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat korostetun paljon mukana erilaisissa oikeustoimissa. Rahastojen nimiin tehdään vuokrasopimuksia, urakkasopimuksia, kauppakirjoja ja erilaisia hakemuksia. Asiakirjojen allekirjoituskohdista ilmenee yleensä, että rahastoyhtiö tai vaihtoehtorahastojen hoitaja edustaa rahastoa ja toimii sen puolesta ja lukuun, ja rahastoyhtiön edustamiseen oikeutetut allekirjoittavat asiakirjat. Erikoissijoitusrahastolla on kuitenkin jonkinlainen rajoitettu oikeuskelpoisuus oikeushenkilöllisyyden puuttumisesta huolimatta.⁵² Tämä oikeuskelpoisuus näkyy esimerkiksi siinä, että erikoissijoitusrahastoille kirjataan lainhuudot rahaston omistamiin kiinteistöihin. Olisikin epätarkoituksenmukaista kirjata lainhuuto- ja kiinnitysrekisteriin omistajiksi kaikki rahaston osuudenomistajat, minkä lisäksi tämä ei olisi edes mahdollista, sillä sijoittajia koskevat tiedot eivät ole julkisia muille kuin tietyille viranomaisille ja rahasto-osuudenomistajien kokoukselle (SRL 9:4.4).⁵³

⁴⁹ HE 238/1986 vp, s. 4 ja 8–9.

⁵⁰ Ks. liite 1.

⁵¹ Harju – Syyrilä, s. 57.

⁵² HE 102/2006, s. 15.

⁵³ Harju 2020, s. 53–54.

3 LIKVIDITEETINHALLINTA

3.1 Taustaa

”Vaihtuvapääomaisten kiinteistösijoitusrahastojen ei odoteta olevan toimintakykyisiä Suomen ohuilla ja epälikvideillä kiinteistömarkkinoilla, koska ne ovat myös kansainvälisesti aiheuttaneet ylitsepääsemättömiä ongelmia poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa.”⁵⁴

Näin todetaan vuoden 1997 hallituksen esityksessä kiinteistörahastolaiksi. Historia on kuitenkin osoittanut toisin ja nyt muutama vuosikymmen myöhemmin vaihtuvapääomaiset kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot näyttävät olevan toimintakykyisiä elleivät jopa kilpailukykyisiä Suomen kiinteistömarkkinoilla. Kuitenkin jo lain esitöiden kirjoitushetkellä oli vuoden verran ollut mahdollista muutetun vuoden 1987 sijoitusrahastolain puitteissa perustaa erikoissijoitusrahasto, joka sijoitti osan varallisuudestaan kiinteistöihin. Kiinteistörahastolain esitöissä kuitenkin huomioitiin, ettei kuluvan vuoden aikana yhtään hakemusta kyseisenlaisen rahaston perustamiseksi ollut tehty ja hakemuksia ei odotettu tehtävän seuraavienkaan vuosien aikana.⁵⁵

Kotimainen kiinteistömarkkina on 2000-luvulla kehittynyt transaktiovolyyymilla ja ammattimaisten sijoittajien osuudella mitattuna, joten myöskään markkinat eivät ole enää samalla tavalla ohuet kuin ennen vuosituhannen vaihdetta.⁵⁶ Jyrkkä kanta vaihtuvapääomaisia kiinteistösijoitusrahastoja kohtaan vuoden 1997 hallituksen esityksessä perusteltiin sillä, että sijoittajat eivät voi luottaa sellaiseen rahasto-osuuksien hinnanmääritykseen, joka perustuu pelkästään kiinteistöjen hinta-arvioihin ja kansainvälisesti oli jo aiemmin koettu markkinashokkeja, joiden seurauksena avoimia kiinteistörahastoja oli ajautunut maksuvaikeuksiin

⁵⁴ HE 77/1997 vp, s. 21.

⁵⁵ HE 77/1997 vp, s. 21.

⁵⁶ Ahoniemi – Koskinen – Tolkki 2019, s. 59, kuvio 1.

esimerkiksi Hollannissa.⁵⁷ Lisäksi tietysti huomioitiin kiinteistöjen luonne epälikvideinä sijoituskohteina, mikä erityisesti 90-luvun loppupuolella laman jälkeen ja korkotason ollessa korkealla, oli ymmärrettävä ja rationaalinen perustelu.⁵⁸

Myös nykypäivänä kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen rahasto-osuuksien arvonmäärittelyyn liittyy samanlainen riski: rahasto-osuuksien arvot lasketaan pitkälti rahaston omistamien kiinteistöjen arvostuksen perusteella. Rahastosalkussa olevat kiinteistöt on arvostettava käypään arvoon sekä tavallisessa vakaassa markkinatilanteessa että markkinoiden kriisitilanteessa. Kiinteistönarvointitoimintaan tutustutaan seuraavissa alaluvuissa, jotta rahastojen likviditeetinhallintaa voidaan käsitellä oikeassa viitekehyksessä. Likviditeetinhallinta sen sijaan mielletään yleensä liittyväksi tilanteisiin, joissa poikkeuksellisten markkinaolosuhteiden takia voidaan olettaa, että rahaston maksuvalmius joutuu koetukselle. Likviditeetinhallinnan yhdistäminen kriisitilanteisiin johtuu osaksi siitä, että likviditeetinhallintaa koskevan sääntelyn tavoitteena on varmistaa, että rahaston likvidit varat ovat riittävät, jotta sijoittajien lunastuspyynnöt voidaan täyttää ennalta mainittuna ajankohtana. Koska yhtäaikaiset lunastustoimeksiannot ovat yleisin ja suurin yksittäinen rahastojen maksuvalmiusriskin lähde, mielletään likviditeetinhallinnan liittyvän nimenomaan tilanteisiin, joissa rahaston maksuvalmius on uhattuna.⁵⁹

Todellisuudessa rahaston likviditeetinhallinnan tulisi olla käynnissä lakkaamatta, sillä vakaassa markkinatilanteessa hyvin hoidettu likviditeetinhallinta helpottaa rahaston selviytymistä kriisitilanteessa. Rahaston likviditeetinhallinta tulisi järjestää niin, että riskien hallitsemiseksi on olemassa selvät menettelyt, joiden laatua ja tarkoituksenmukaisuutta arvioidaan jatkuvasti ja joita tarvittaessa muutetaan, mikäli menettelyt eivät enää palvele tarkoitustaan. Lisäksi uusiin kiinteistökohteisiin sijoitettaessa rahaston likviditeettiprofilia tulisi arvioida mallintamalla mahdollisia tulevaisuuden tapahtumia ja niiden vaikutusta rahastoon.

⁵⁷ HE 77/1997 vp, s. 17, hallituksen esitys viittaa 1980-luvun loppupuolen RODAMCO-tapaukseen. 80-luvun loppupuolella RODAMCO-rahaston rahasto-osuus tarjosi sijoittajille 3 prosenttiyksikköä pankkitalletusta korkeamman tuoton, mutta rahasto koki vakavan lunastusaallon korkotasojen noustessa 90-luvulla. Samaan aikaan Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinat romahtivat ja rahaston omistuksessa olevien kiinteistöjen arvot laskivat merkittävästi. Ks. lisää esim. Sebastian – Tyrell 2006.

⁵⁸ HE 77/1997 vp, s. 4–5, 21 ja 25–27.

⁵⁹ ESMA 2020a, s. 17.

Myös hankittavan kohteen likviditeettiprofiiliin tulisi kiinnittää huomiota rahaston kokonaisuuden kannalta ja arvioida aikaa, joka hankittavan kiinteistökohteen likvidoimiseen todennäköisesti kuluu sekä tavanomaisessa että poikkeuksellisessa markkinatilanteessa.⁶⁰

Kiinteistörahasolaki edellyttää rahastoilta, että niillä on oltava kiinteistörahas-toiminnan maksuvalmiuden edellyttämät käteisvarat (kiinteistörahasolaki 15.4 §). Laissa tai lain esitöissä ei anneta mitään tarkentavia tietoja siitä, millaisia kuluja tai tilanteita kiinteistörahas-toiminnan maksuvalmiuden edellyttämien käteisvarojen tulee kattaa. Myöskään käteisvarojen enimmäismäärää ei säännellä, mutta kiinteistösijoitusten vaatimuksen ollessa 60 % rahaston varallisuudesta ei rahaston käteisvarojen enimmäismäärä voi ylittää 40 % rahaston varallisuudesta.⁶¹ Yleisesti ottaen rahastojen ei ole hyödyllistä pitää korkeita käteisvaroja tileillään, ovathan osuudenomistajat merkinneet osuuksia nimenomaan sen takia, että rahastot sijoittaisivat varansa kiinteistöihin, koska suurten käteisvarojen pitäminen syö kiinteistösijoituksista saatavia tuottoja.⁶² Koska erilaisia rahastoja ja pelkästään erilaisia kiinteistöihin sijoittavia rahastoja on paljon, lakiin kirjatut vähimmäismääräiset likviditeetipuskurit eivät olisikaan välttämättä tarkoituksenmukainen ratkaisu. Tämän vuoksi rahastojen likviditeetin hallintaa mitataan lainsäädännön edellyttämien, mutta rahaston itsensä laatimien stressitestien avulla.⁶³

3.2 Likviditeettiriski

Ennen perehtymistä kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetin hallintaan liittyviin erityispiirteisiin, on ymmärrettävä, mistä likviditeettiriski oikeastaan johtuu. Kuten jo aiemmin useaan kertaan on todettu, kiinteistöt ovat luonteeltaan erittäin epälikvidejä sijoituskohteita eli niihin liittyy korkea likviditeetti- eli maksuvalmiusriski. Finanssivalvonnan määritelmää mukaillen rahastojen likviditeettiriski tarkoittaa, että rahaston omistuksessa olevaa kohde-etuutta ei voida myydä tai muuttaa rahaksi vähäisin kustannuksin riittävän lyhyessä ajassa, mikä vaarantaa rahaston kyvyn hoitaa lunastuspyynnöt ajallaan.⁶⁴ Tämä tarkoittaa, että kiinteistön muuttaminen rahaksi eli sen myyminen saattaa viedä aikaa, ja jos kiinteistö on muutettava rahaksi aikapaineen alla, on mahdollista, ettei myyntihinta ole

⁶⁰ Finanssivalvonta 2021, s. 2, kuva 1. Sijoitusrahaston likviditeettiriskin hallinta.

⁶¹ HE 77/1997 vp, s. 37–38.

⁶² Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 21 ja HE 77/1997 vp, s. 39.

⁶³ Finanssivalvonta 2019b, s. 24.

⁶⁴ Finanssivalvonta 2011, s. 8.

paras mahdollinen tai edes vastaa kiinteistön arvoa. Tällöin kiinteistön rahaksi muuttamisesta syntyy yleensä myös lisäkustannuksia, jotka ovat osa likviditeettiriskin toteutumista.⁶⁵ Toisin kuin esimerkiksi pörssinoteeratut osakkeet, joilla on selkeästi määrätty hinta, suhteellisen yksinkertainen sisältö ja mahdollisesti valmiina potentiaalinen ostajajoukko, kiinteistöjen myyminen ja ostaminen ei ole yhtä suoraviivaista. Monet ammattimaisesti omistetut kiinteistöt ovat suuria ja monimutkaisia kokonaisuuksia, esimerkiksi ostoskeskuksia, jolloin ostajalle on varattava aikaa kohteeseen tutustumiseen ja huolelliseen kaupan valmisteluun ja -tekoon. Jos aikaa kaupanvalmisteluun ei pystytä varaamaan, vaan kiinteistö on saatava muutettua rahaksi nopealla aikataululla, vaikutus näkyy yleensä kauppahinnan alenemisena.

Kiinteistökohteen likvidointi saattaa tulla ajankohtaiseksi, mikäli rahastolle tehdään useita samanaikaisia lunastuspyyntöjä. Lunastustoimeksiantojen lisäksi rahaston erilaiset muut velat, kuten lainajärjestelyjen lyhentämiserät, vaikuttavat maksuvalmiusriskin tasoon. Kiinteistöjen ylläpitoon ja hoitoon liittyy lisäksi paljon erilaisia kustannuksia, joihin rahaston on sidottava pääomaa ennakkollisesti.⁶⁶ Kriisitilanteessa tällaisten pääomasitoumusten määrä tai hinta saattaa nousta merkittävästi ja yllättäen esimerkiksi viivästysten tai toimitusongelmien takia. Esimerkiksi kiinteistön saneeraustilanteessa viivästyksistä ja toimitusongelmista saat-
taa seurata vakava ketjureaktio, jossa työmaalla ei päästä eteenpäin jonkin vaiheen toteuttamisen estyttyä, mikä taas johtaa väistämättä siihen, että tilat eivät ole ajoissa valmiita vuokralaiselle luovutettavaksi. Koska vuokralainen ei pääse harjoittamaan toimintaansa tiloissa ennalta sovittuna ajankohtana, vuokranmaksu rahastolle viivästyy ja lasketut nettokassavirrat eivät toteudu. Kun rahasto-osuudenomistat talouskriisin aiheuttaman epävarmuuden takia tekevät lunastuksia usein samanaikaisesti, kun tällaiset muut rahaston tilannetta heikentävät tapahtumat realisoituvat, rahaston likviditeettikriisi syvenee yhtä aikaa useampaa reittiä.

Etuna likviditeettiriskinhallinnassa kiinteistöihin sijoittavilla erikoissijoitusrahastoilla on kuitenkin verrattain harvoin auki olevat lunastusikkunat. Kuten edellä luvussa 2 on tuotu esiin, suurimmassa osassa kotimaisia kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja lunastusten tekeminen on mahdollista puolivuositain. Lunastuspyyntö on yleensä myös tehtävä hyvissä ajoin ennen lunastushinnan suorittamista sijoittajalle, mikä antaa rahastoille yleensä hyvin aikaa järjestellä varojaan siten, että kaikki tehdyt lunastuspyynnöt saadaan suoritettua.

⁶⁵ Kaleva – Oikarinen – Soutamo 2017, s. 198–200 ja ESMA 2020a.

⁶⁶ ESMA 2020a, s. 17–20.

Toisaalta tästä huolimatta joustavuutta maksuvalmiuden parantamiseen on hyvin vähän ja kiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahaston varojen muuttaminen rahaksi saattaa varsin-kin poikkeuksellisissa olosuhteissa olla lähes mahdotonta, mikä voi pahimmillaan vaikuttaa lunastusten toteutusaikatauluun.⁶⁷

3.3 Rahaston arvon määrittäminen

Kiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahaston rahasto-osuuden arvonmääritys on kiinteästi yhteydessä rahaston omistamien kiinteistöjen arvoon. Kiinteistöjen arvonmääritykseen liittyy tiettyjä erityispiirteitä, joiden esitleminen on tarpeen kattavan kokonaiskuvan luomiseksi rahastojen likviditeetinhallinnasta. Tässä alaluvussa esitellään pintapuolisesti kiinteistöjen arvostuskäytäntöjä siinä laajuudessa, mikä on tämän esityksen ja oikeustieteellisen tutkimuksen viitekehyksen puitteissa perusteltua.

3.3.1 Lyhyesti kiinteistönarvioinnista

”Price is what you pay. Value is what you get.”

– Warren Buffett

AIFML 16a luvun 6 §:n mukaan pääasiallisesti kiinteistöihin varojaan sijoittavan erikoissijoitusrahaston on noudatettava kiinteistörahastolain 3 ja 4 luvuissa säädettyä rahaston varojen sijoittamisesta, luotonotosta, omaisuuden arvostamisesta ja arvioinnista sekä kiinteistönarvioitsijasta ja kiinteistönarvioinnista. Kiinteistörahastolain 18 § vaatii, että rahaston omistamat kiinteistöt on arvostettava *käypään arvoon*, jollei perusteita muuhun arvoon arvostamiselle ole. Rahaston on toimintakertomuksessaan tai tilinpäätöksen liitetiedoissa perusteltava, miksi se on päättänyt arvostamaan kiinteistön muuhun kuin käypään arvoon, niin sanotun noudata tai selitä -periaatteen mukaisesti. Rahaston on arvostettava kaikki kiinteistönsä saman laskentamallin mukaisesti, ellei se ole mahdotonta esimerkiksi sen vuoksi, ettei

⁶⁷ Pörssisäätiö 2015, s. 12.

jonkin yksittäisen kiinteistön arvostaminen käypään arvoon ole mahdollista vaikkapa verrokkihintojen puutteen vuoksi.⁶⁸ Tässä esityksessä oletukseksi on otettu, että rahastot arvostavat omistamansa kiinteistöt nimenomaan käypään arvoon.⁶⁹

Kiinteistöistä on hankittava riippumattoman ja ulkopuolisen, Keskuskauppakamarin hyväksymän arvioitsijan arvio. Kiinteistörahastolaki asettaa tiettyjä edellytyksiä kiinteistönarvioitsijalle, joista tärkeimmät ovat, että kiinteistönarvioitsijan on oltava sellainen luonnollinen henkilö, jolla on tarvittava taloudellisten ja oikeudellisten asioiden tuntemus tehtävän hoitamiseksi. Lisäksi arvioitsijan on suoritettava arviointi itsenäisesti ja riippumattomasti (kiinteistörahastolaki 18 §). Valtiovarainministeriön asetus kiinteistörahastolain nojalla annettavien tietojen vähimmäisvaatimuksista (233/2014) asettaa vähimmäisvaatimukset arviointilausunnon sisällölle. Lausunnosta on ilmettävä ainakin kiinteistökohteen arvoon vaikuttavat tekijät, kuten kaavoitustilanne, lausunnon käyttötarkoitus, kuinka usein lausuntoja tehdään, kuka lausunnon on tilannut ja mitä arviointimenetelmää tai -menetelmiä on käytetty. Lisäksi arviossa on kerrottava arvonmäärittäykseen käytetyt perusteet, kuten pinta-ala ja kohteen tyyppi.

Yleensä kiinteistöjen käyvän arvon arviointi perustuu arvioon niiden todennäköisestä kauppahinnasta eli markkina-arvosta. Kiinteistön *arvon* pitäisi periaatteessa olla objektiivinen ominaisuus, johon kaikkien arvioitsijoiden, joilla on käytössään sama materiaali ja tiedot kiinteistöstä, pitäisi laskelmissaan päätyä. Tällaisia tietoja ovat esimerkiksi tiedot kiinteistön laadusta, teknisestä kunnosta, vuokrasopimuksista ja tuotto-odotuksesta sekä kyseessä olevan kiinteistön asemasta vallitsevassa markkinassa. Käypä arvo on siis todennäköinen kauppahinta, jolla keskimääräinen ostaja, jolla ei ole kaupassa erityistä intressiä, ostaisi kiinteistön tavanomaisilla kauppakirjaehdoilla, kun kiinteistö on ollut kohtuullisen ajan tavanomaisessa markkinassa. Kiinteistön *hinta* sen sijaan on subjektiivinen mielipide jonkin kiinteistön arvosta tai se euromäärä, jonka ostaja on kiinteistöstä valmis maksamaan ja jolla myyjä on valmis kiinteistön myymään.⁷⁰ Kiinteistön arvo ja hinta voivat poiketa toisistaan paljonkin, mikäli jokin edellä sanotuista olosuhteista poikkeaa keskimääräisestä tai tavanomaisesta,

⁶⁸ HE 175/2008 vp, s. 43 ja Haaramo – Palmuaro – Peill 2021, luku 5 Aineettomat ja aineelliset omaisuuserät – Sijoituskiinteistöt – Arvostaminen myöhemmin: kaksi vaihtoehtoista mallia.

⁶⁹ Toinen vaihtoehto olisi käytännössä arvostaa kaikki rahaston omistamat kiinteistöt hankintamenomallin mukaisesti, mikä ei ole mielekäästä tämän tutkielman näkökulmasta. Ks. lisää hankintamenomallin mukaisesta arvostamisesta ja käyvän arvon mallin ensisijaisuudesta Haaramo – Palmuaro – Peill 2021.

⁷⁰ Kasso 2014, s. 239–243.

esimerkiksi jos kiinteistö on saatava kaupaksi nopeasti (hinta on arvoa matalampi) tai kiinteistölle on paljon potentiaalisia ostajaehdokkaita ja syntyy kilpailua (hinta on arvoa korkeampi). Vaikka yllä oleva *Warren Buffetin* kuuluisa sitaatti ei liitykään varsinaisesti kiinteistöihin, sama logiikka pätee myös tässä asiayhteydessä: hinta on ominaisuus, joka maksetaan kaupanteon yhteydessä ja arvo on ominaisuus, joka omaisuuserälle on omistuskauden aikana merkitty esimerkiksi tilinpäätöksen liitetietoihin.

Sijoituskiinteistöjen käypä arvo määritellään IFRS 13 Käyvän arvon määrittäminen -standardin mukaisesti.⁷¹ Kiinteistökohteen käypä arvo on kiinteästi sidottu arvion antamispäivään tai -ajankohtaan, koska markkinatilanne ja siihen vaikuttavat olosuhteet voivat muuttua niin, että annettu arvio saattaa olla toisella ajanhetkellä epätarkoituksenmukainen tai suoraan väärä. Tällaisia markkinatilanteeseen vaikuttavia arvotekijöitä kutsutaan *yleisiksi arvotekijöiksi*. Yleisiä arvotekijöitä ovat muun muassa työllisyys, yleinen korkotaso, talouden kehitysnäkymät ja mahdolliset lainsäädännön muutokset esimerkiksi verotuksessa. Muita kiinteistön arvoon vaikuttavia tekijöitä ovat *sijaintitekijät* ja *kohdekohtaiset arvotekijät*. Sijaintitekijät ovat kiinteistön arvomuodostukselle keskeinen ominaispiirre. Yksinkertaistaen sijaintitekijöitä voi ajatella kyseisen kiinteistön käyttötarkoituksen kannalta: ostoskeskussille on tärkeää, että sijainnin alueella on paljon potentiaalisia asiakkaita; työpaikoille sen sijaan on tärkeää, että sijainti on helposti saavutettavissa ja toimistolle on hyvät julkiset kulkuyhteydet. Asunnon ihmiset taas haluavat perinteisesti alueelta, jossa on hyvät palvelut. Kohdekohtaiset arvotekijät ovat kyseisen rakennuksen tai huoneiston ominaisuuksia. Perinteisten pinta-alan ja huoneistomäärän lisäksi kohdekohtaisia arvotekijöitä ovat esimerkiksi rakennuksen ikä ja kunto sekä rakennukseen tai huoneistoon aiemmin tehdyt korjaukset. Kaupallisissa kiinteistöissä tärkeitä arvoon vaikuttavia kohdekohtaisia tekijöitä ovat erityisesti kohteessa voimassa olevat vuokrasopimukset, mutta lisäksi esimerkiksi rakennuksen imago, tilojen muunneltavuus ja kohteen esteettömyys ja tietotekninen varustus.⁷²

Kiinteistönarvioinnissa käytetään arviointimenetelmänä joko *kauppa-arvomenetelmää*, *tuottoarvomenetelmää* tai *kustannusarvomenetelmää*. Usein kiinteistön arvonnäilyksessä käytetään useampaa kuin yhtä menetelmää samanaikaisesti ja arviolausunnosta on ilmeävä käytetty tai käytetyt menetelmät samoin kuin se, millaista käyttöä varten lausunto on annettu

⁷¹ Haaramo – Palmuaro – Peill 2021, luku 5 Aineettomat ja aineelliset omaisuuserät – Sijoituskiinteistöt – Käyvän arvon määrittäminen.

⁷² Kasso 2014, s. 248–250 ja 257–258.

(VMA kiinteistörahastolain nojalla annettavien tietojen vähimmäisvaatimuksista 4.1 §:n 8-kohta) – arviolausunnon käyttötarkoituksella saattaa olla paljon vaikutusta siihen, mitä arviointimenetelmää arvioitsijan kannattaa käyttää ja eri menetelmillä saavutetut arvot voivat poiketa toisistaan huomattavasti. Kauppa-arvomenetelmässä arvioitavan kiinteistön arvo määritetään vertaamalla sitä vastaavien kohteiden toteutuneisiin kauppahintoihin. Kauppa-arvomenetelmä vaatii kuitenkin tehokkaasti toimiakseen edustavan otoksen saman tyyppisten kiinteistöjen kaupoista, mikä varsinkin uniikimpien ja suurempien kiinteistökohteiden osalta voi osoittautua mahdottomaksi edellytykseksi. Myös jonkin aiemmin tehdyn kaupan hyväksyminen vertailukohteeksi edellyttää arvioitsijalta ammattitaitoa ja sen tiedostamista, että jokainen kauppahinta on sidottu kaupantekohetken markkinatilanteeseen.⁷³

Suurten ammattimaisesti omistettujen liike- ja toimitilakiinteistöjen arvonmäärittämisessä käytetään yleensä tuottoarvomenetelmää, jossa kohteen arvo määritellään kohteesta saatavan nettovuokratuoton perusteella. Tällöin arvonmäärittäminen perustuu korostetusti kohteen vuokrasopimusten arviointiin. Merkitystä on muun muassa vuokrasopimusten vuokratasolla ja vuokratason kehityspotentialilla, vuokratuoton pituudella ja vuokralaisen vakavaraisuudella. Tuottoarvomenetelmässä kiinteistön arvo lasketaan jakamalla vuosittainen nettovuokratuotto sijoittajan asettamalla tuottovaatimuksella, jolloin päädytään siihen arvoon, jonka kuvitteellinen ostaja on valmis kiinteistöä maksamaan saadakseen sijoittamalleen pääomalle haluamansa tuoton. Kun tuottovaatimus laskee, kiinteistön arvo nousee. Tuottoarvomenetelmän etuna on, että sen mukainen arvo kuvastaa useimmiten hyvin vallitsevan kiinteistömarkkinan tilannetta. Menetelmän heikkoutena sen sijaan on, että siinä ei ole mahdollista ennakoita erilaisten tuottoon vaikuttavien seikkojen, kuten korkotason vaihtelun, vaikutusta. Lisäksi saatu arvo on sidoksissa asetettuun tuottovaatimukseen, jolloin arvo vaihtelee rajusti, mikäli tuottovaatimus muuttuu. Kustannusarvomenetelmä sen sijaan perustuu hyvinkin yksinkertaisesti vastaavan rakennuksen todennäköisiin rakentamiskustannuksiin ja sitä käytetään lähinnä kauppa-arvo- ja tuottoarvomenetelmän tukena uudempien rakennusten arvonmäärittämisessä.⁷⁴

Kuten edellä on esitetty, kiinteistöarvioitsijan on otettava huomioon lukuisia kiinteistön ja markkinatilanteen ominaisuuksia arviolausuntoa laatiessaan. Laskettuun arvoon vaikuttavat

⁷³ Kasso 2014, s. 251–253.

⁷⁴ Kasso 2014, s. 253–258.

huomioitujen yleisten ja kohdekohtaisten arvotekijöiden lisäksi myös arviolausunnon käytötarkoitus sekä käytetyt arviointimenetelmät. Itsestään selvää siis on, että vaikka arvon pitäisi olla kiinteistön objektiivinen ominaisuus, samasta kiinteistöstä on mahdollista antaa arviointilausuntoja, joiden mukaiset arvot poikkeavat toisistaan merkittävästi riippuen käytetyistä tekijöistä ja menetelmistä. Tämän lisäksi arviointitoiminta on liiketoimintaa, jota ei ole asetettu luvanvaraiseksi tai millään tavalla säännelty lukuun ottamatta arviointilausunnon ja arvioitsijalle asetettuja kiinteistörahastolain mukaisia varsin laveita vähimmäisvaatimuksia.

Vaikka alalla on itsesääntelyä, joka vaatii noudattamaan tiettyjä standardeja⁷⁵ ja erityisesti hyvää kiinteistönarviointitapaa⁷⁶, jonka noudattamisesta säädetään myös kiinteistörahastolain 28 §:ssä, sisältyy arviointitoimintaan elinkeinoelämälle tyypillinen riski: lopulta arvioitsijat tarvitsevat elinkeinotoimintansa pyörittämiseen asiakkaita. Rahastot voivat siis kilpailuttaa arvioitsijoita ja käyttää lopulta sen kiinteistönarviointisijan määrittämiä arvoja, jotka rahaston näkökulmasta ovat sille eduksi. Koska arviointitoiminta ei ole luvanvaraista tai tiukasti säänneltyä ja kyseessä on nimenomaan *arvio* kohteen arvosta, arvioitsija ei voi joutua vastuuseen, ellei hän menettele toimeksiantoa suorittaessaan sopimuksen vastaisesti, muuten huolimattomasti tai jättäen noudattamatta hyvää arviointitapaa.⁷⁷ Tilanne muistuttaa finanssikriisistä tuttua ongelmaa, jossa luottoluokittajat antoivat erilaisille sijoitustuotteille korkeita luottoluokituksia pitääkseen asiakkaansa, jolloin sijoitustuotteelle annettu luottoluokitus ei heijastanut sijoitustuotteen todellista riskitasoa ja lisäsi koko järjestelmän riskialtiutta.⁷⁸

Arviointitoiminnan ja kiinteistöjen arvonmäärittelyn luotettavuus on siis pitkälti kiinteistönarviointisijoiden ammattietiikan varassa. Kritiikkiä toiminnan herkkyydelle voidaan kuitenkin esittää, vaikka toistaiseksi ei ole olemassa todisteita siitä, että ainakaan kotimaisessa kiinteistömarkkinassa kiinteistöjen arvoja olisi järjestelmällisesti arvioitu väärin. Lisäksi tulevaisuuden tapahtumien, kuten pandemiatilanteiden ja korkotason muutosten, vaikutusta kiinteistöjen arvoihin on muutenkin mahdotonta arvioida. Järjestelmän ja arviointitoiminnan läpinäkyvyyttä on pyritty lisäämään sillä, että kiinteistörahastolain 17 ja 18 §:t edellyttävät

⁷⁵ Useat ammattimaiset sijoittajat vaativat esimerkiksi kansainvälisen arviointistandardin IVSC 2013:n soveltamista.

⁷⁶ KA ry 2000.

⁷⁷ Kasso 2014, s. 261–270.

⁷⁸ Acharya et al. 2009, s. 105–107.

rahastojen vähintään vuosittain, ja silloin kun rahaston taloudellisen tilanteen tai kiinteistöjen arvojen muutokset niin vaativat, julkistavan kiinteistöjen arvot, arvostamismenetelmät ja käytetyt kiinteistönarvioitsijat. Erikoissijoitusrahastot voivat kuitenkin perustellusta syystä poiketa vuosittaisesta arvojen julkistamisvaatimuksesta, koska kiinteistörahastolaki ei ole erikoissijoitusrahastojen tapauksessa pakottavaa oikeutta. Alun perin huolena oli, riittääkö kiinteistöjen arvioiminen ja arvojen julkistaminen vuosittain vai tulisiko erikoissijoitusrahastoilta vaatia arvonmäärittystä useammin kuin suljetuilta kiinteistörahastoilta. Lopulta asia päätettiin jättää rahaston sääntöjen varaan, jotka valvova viranomainen hyväksyi tapauskohtaisen harkinnan perusteella ja päätti miltä osin kiinteistörahastolain 3 ja 4 lukua sovelletaan kyseessä olevaan rahastoon.⁷⁹ Tällä erää vaikuttaa siltä, ettei kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen käytäntönä ole julkistaa omistamiensa kiinteistöjen arvoja. Kiinteistöjen myyntihinnat ovat toki julkisesti saatavilla Maanmittauslaitoksen ylläpitämässä kauppahintarekisterissä, mutta useimmat rahastot käyvät kauppaa lähinnä kiinteistö- ja asunto-osakeyhtiöillä, jolloin itse kiinteistön omistus ei muutu. Sijoittajille on siis tarjolla hyvin vähän informaatiota rahaston omistamien yksittäisten kiinteistökohteiden arvoista.

3.3.2 Rahaston ja rahasto-osuuden arvonmäärittäminen

AIFML 16a:7 mukaan kiinteistöihin sijoittavan erikoissijoitusrahaston on laskettava ja julkistettava rahasto-osuuden arvo kunkin kuukauden viimeisenä pankkipäivänä. Tämä on poikkeus muita vaihtoehtorahastoja ja sijoitusrahastoja koskevasta edellytyksestä, jonka mukaan rahasto-osuuden arvo on määritettävä päivittäin. Myös kuukausittaisesta arvonmäärittämisestä voidaan poiketa, mikäli erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta sitä edellyttää, ja käytännössä kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot julkaisevatkin arvonsa yleensä yhtä monta kertaa vuodessa kuin rahastoon on mahdollista tehdä merkintöjä eli yleisimmin neljä kertaa vuodessa.⁸⁰ Kiinteistöihin varojaan sijoittavien rahastojen osalta ei olisikaan järkevää vaatia arvonmäärittystä päivittäin, sillä on hyvin epätodennäköistä, että epälikvidin kiinteistövarallisuuden arvo vaihtelisi päivätasolla.⁸¹ Vaihtoehtorahastojen arvonmäärittämisestä säädetään AIFML 9 luvussa ja AIFM-asetuksen 7 luvussa, joiden lisäksi kiinteistöihin

⁷⁹ HE 175/2008 vp, s. 29–30 ja Valtiovarainministeriö 2006, s. 59–60.

⁸⁰ Ks. esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto eQ Yhteiskuntakiinteistöt rahastoesite s. 7, jossa rahaston arvo julkaistaan neljä kertaa vuodessa ja OP-Rahastojen rahastoesite s. 5, jossa OP:n kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvot julkaistaan muista rahastoista poiketen nimenomaan neljännesvuosittain.

⁸¹ HE 94/2013 vp, s. 202.

sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmääritykseen voidaan soveltaa, mitä SRL 10 luvussa on säädetty.

Edellytyksenä arvonmäärityksessä on ennen kaikkea, että arvonmääritysprosessi on läpinäkyvä, kattava, asianmukaisesti dokumentoitu ja arvonmääritysmenetelmät ovat lainsäädännön mukaisia tai muuten hyväksytyjä ja niitä sovelletaan rahaston varoihin johdonmukaisesti. Laki mahdollistaa, että rahastot voivat joko huolehtia arvonmäärityksestä itse tai käyttää ulkopuolista arvonmäärittäjää (AIFML 9:2). AIFM-asetuksen 70 ja 71 artikloissa korostetaan lisäksi, että hyvään arvonmääritysprosessiin kuuluu, että arvonmäärityspolitiikkoja ja -menetelmiä tarkastellaan vuosittain uudelleen ja niissä ilmaistaan selkeästi, miten ja millaisissa tilanteissa arvonmääritysmenetelmiin tai yksittäisen varallisuuserän arvoon voidaan tehdä muutoksia. Yksikään kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen hoitajista ei ole ulkoistanut rahaston arvonmääritysprosessia, vaan kaikki rahastojen hoitajat vastaavat rahastojen arvonmääritysprosessista itse. Tähän kohtaan on tarpeellista selventää, että kiinteistönarvioitsijoita ei katsota ulkopuolisiksi arvonmäärittäjiksi, koska he eivät määritä rahaston arvoa, vaan antavat ainoastaan arvioita rahaston omistamien yksittäisten varallisuuserien arvoista. Lisäksi on syytä korostaa, että huolimatta siitä, että vaihtoehtorahaston hoitaja vastaa itse rahaston arvonmäärityksestä, arvonmäärityksen on oltava riippumatonta salkunhoidosta, joten rahaston sijoitusten parissa aktiivisesti töitä tekevät henkilöt eivät voi osallistua rahaston arvonmääritykseen (AIFML 9:2).⁸²

Käytännössä yhden rahasto-osuuden arvo lasketaan jakamalla koko rahaston arvo liikkeessä olevien rahasto-osuuksien lukumäärällä (SRL 10:4). Rahaston varoihin lasketaan yleensä kuuluvaksi kaikki sijoitukset ja käteisvarat, jotka kuuluvat rahaston omaisuuteen arvonlaskentapäivänä. Tällöin kiinteistöjen arviokirjojen mukaiset arvot tulevat käyttöön ja ne vaikuttavat konkreettisesti rahasto-osuuden arvoon ja ovat mielenkiintoisia rahasto-osuudenomistajille. SRL vapauttaa rahastonhoitajat rahasto-osuuden arvonmäärityksessä tilanteessa, jossa arvonmääritys on poikkeuksellisten olosuhteiden vuoksi epäluotettavaa (SRL 10:4). Jäljempänä palataan viranomaisten teema-arvioiden läpikäynnin yhteydessä koronakriisin tuomaan kiinteistöjen arvonmäärityksen epävarmuuteen ja sen vaikutukseen rahaston arvon määrittämisessä.

⁸² Finanssivalvonta 2019a, s. 11.

Loppukädessä rahastonhoitaja on vastuussa rahaston varojen arvonmäärittelyn asianmukaisuudesta rahastoa ja sen sijoittajia kohtaan, eikä vastuu missään vaiheessa siirry esimerkiksi kiinteistönarvioitsijalle (AIFML 9:7.2). Vaikka ulkopuoliset kiinteistönarvioitsijat antavat arvion rahaston omistamien kiinteistöjen arvoista, rahastonhoitaja saa lopulta itse päättää, mitä arvoa rahaston arvonlaskennassa käytetään. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että vaihtoehtorahastojen hoitajien tulisi rahaston arvoa määrittäessään verrata kiinteistöjen arviolausuntoja omiin laskelmiinsa ja analysoida, onko rahaston arvonmäärittelyssä syytä käyttää jotain muuta kuin arviolausunnon mukaista arvoa.⁸³ Yleensä rahastonhoitajilla ei ole syytä epäillä kiinteistönarvioitsijoiden lausuntoja, koska lausunnot on annettu nimenomaan rahaston arvonlaskentaa varten. Viimeisenä porttina ja tarkastajina rahaston arvonlaskennan oikeellisuuden tarkastamisessa ovat rahaston tilintarkastaja ja säilytysyhteisö. SRL 7:3 mukaan tilintarkastajan on vähintään vuosittain tarkastettava rahasto-osuuden arvonlaskennan oikeellisuus ja koko rahaston kalenterivuoden viimeisen arvonlaskentapäivän arvo. Lisäksi AIFML 2:4.1 13-kohdan ja AIFM-asetuksen 95 artiklan mukaan rahaston säilytysyhteisöllä on vastuu valvoa, että rahaston toiminnassa noudatetaan lakia ja rahaston sääntöjä.

3.4 Stressitestit

AIFM-asetuksen 48 artikla ja AIFML 8:6 vaativat, että vaihtoehtorahaston hoitaja toteuttaa säännöllisesti rahaston maksuvalmiusriskiä arvioivia stressitestejä. ESMA antoi 18.8.2020 asetuksen 1095/2010⁸⁴ 16 artiklan nojalla ohjeen *Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeet maksuvalmiuden stressitestauksesta sijoitusrahastoissa (UCITS) ja vaihtoehtorahastoissa (AIF)*⁸⁵, jossa annetaan tarkempia ohjeita stressitestien toteuttamiseen ja yhdenmukaistetaan käytäntöjä unionin alueella, ja jota kaikkien rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien on pitänyt soveltaa toiminnassaan 30.9.2020 lähtien. Ennen ohjeen voimaantuloa rahastonhoitajat pystyivät varsin vapaasti päättämään, kuinka usein ja millaisia stressitestejä he hallinnoimilleen rahastoille suorittivat.

⁸³ Finanssivalvonta 2019b, s. 12–15.

⁸⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010 Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta.

⁸⁵ ESMA 2020a suomeksi ja ESMA 2020b englanniksi.

Maksuvalmiuden stressitestaus on ennakollinen riskienhallintaväline, jolla analysoidaan, miten sekä tavanomaiset että normaalista poikkeavat erilaiset tapahtumat tai olosuhteet vaikuttaisivat rahaston varojen arvostukseen ja rahaston arvoon tai sen määrittämiseen. Tavoitteena on simuloida erilaisia skenaarioita, joiden perusteella pystyttäisiin valmiiksi määrittelemään rahastolle käytäntöjä erilaisten markkinatilanteiden varalle. Stressitestit on suunniteltava siten, että ne sopivat kunkin rahaston sijoitusstrategiaan ja erityispiirteisiin ja mittaavat mahdollisimman tehokkaasti kyseisen rahaston maksuvalmiutta (AIFML 8:3.2 ja 8:6). Ohjeet on tarkoitettu nimenomaan rahastonhoitajien käyttöön ja niiden tarkoitus on auttaa rahastonhoitajia seuraamaan rahaston maksuvalmiutta sekä tavanomaisissa että poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa. Lisäksi ohje on tarkoitettu helpottamaan kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontatyötä stressitestien toteuttamisessa. Ohjetta ei ole tarkoitettu tulkittavaksi tiukasti vaan ottaen huomioon kyseessä olevan rahaston erityispiirteet ja sen, että stressitestien lisäksi rahaston likviditeetinhallintaan vaikuttavat myös muut seikat, kuten rahaston sijoitusstrategia ja mahdolliset likviditeetinhallinnan jälkikäteistoimenpiteet, joihin ohje ei ota kantaa.⁸⁶

3.4.1 Yleistä rahaston stressitestauksesta ja ESMA:n ohjeesta

ESMA:n ohjeessa rahastonhoitajia koskevat ohjeet on jaettu 16 teemaan, joista keskeisimpiä käsitellään tässä alajaksossa. Tavoitteena ei ole tyhjentävästi toistaa ohjeen sisältöä, vaan selvittää maksuvalmiuden stressitestauksen viitekehys ja olennaisin sisältö avoimien kiinteistöihin sijoittavien rahastojen kannalta. Ensimmäinen rahastonhoitajia koskeva ohje luonnollisesti ohjaa stressitestimallien suunnittelua. Stressitestimallien suunnittelussa keskeistä on, että testauksella saadaan tietoa rahaston maksuvalmiustilanteesta jatkoa varten. Mallien suunnittelu edellyttää maksuvalmiuteen vaikuttavien riskitekijöiden tunnistamista, käytettävien skenaarioiden ja niiden vakavuuden määrittelyä, sellaisten indikaattorien nimeämistä, joiden avulla maksuvalmiutta voidaan tehokkaasti seurata sekä stressitestissä saatujen tulosten selvittämistä ja hyödyntämistä salkunhoidossa ja riskienhallinnassa. Ohje edellyttää rahastonhoitajilta kattavaa ymmärrystä rahastoon kohdistuvista maksuvalmiusriskeistä. Maksuvalmiusriskien kokonaisvaltainen ymmärtäminen tukee rahastonhoitajaa tasapainoisen

⁸⁶ ESMA 2020a, s. 3 ja 6–7.

stressitestimallin suunnittelussa. Kun likviditeettiriskit ymmärretään tarpeeksi kattavasti, rahastonhoitajan on mahdollista huomioida stressitestimallissaan tarpeeksi monta mahdollisesti yhtäaikaista skenaariota, jotka saattavat vaikuttaa rahaston maksuvalmiuteen.⁸⁷

Stressitestauksen hallintoperiaatteissa korostuu se, että stressitestauksen tulee olla erillistä ja riippumatonta rahastonhoitajan muusta toiminnasta, kuten salkunhoidosta.⁸⁸ Edellä mainittiin, että rahaston arvonmääritys on erotettava selkeästi salkunhoidosta. Stressitestaus liittyy kiinteästi rahastojen arvon määrittämiseen, joten on perusteltua, että rahaston sijoitustoiminnassa mukana olevat henkilöt eivät voi työskennellä myöskään rahaston maksuvalmiuden stressitestauksen parissa. Tästä huolimatta stressitestauksen tulokset on otettava huomioon salkunhoidossa, joten stressitestauksen erottaminen täysin puhtaasti salkunhoidosta on käytännössä mahdotonta. Stressitestauskäytännön kannalta olennaista on, että samoin kuin arvonmääritysprosessin, myös stressitestausprosessin tulee olla dokumentoitu ja sitä tulee tarkistaa ja muuttaa, mikäli tarvetta käytännön mukauttamiselle ilmenee. Stressitestauskäytännössä on myös selvítettävä, mitkä testauskkenaariot rahastolle on valittu ja millä perusteella kyseiset skenaarit on valittu, kuinka usein stressitestejä suoritetaan ja miksi valittuun toteuttamisväliin on päädytty ja kuinka varoja realisoidaan likviditeetin ollessa riittämätön.⁸⁹ Suomenkielisessä ohjeessa käytetään terminä nimenomaan *stressitestauskäytäntöä*, mutta englanninkielisen ohjeen *LST policy*⁹⁰ saattaisi pikemminkin kääntyä menettelytavaksi tai prosessiksi, sillä termi käytäntö ei välttämättä ilmaise kovin selkeästi sitä, että kyseessä on tavoite laatia jonkinlainen dokumentti tai kokoelma dokumentteja, joissa edellä esitetyt toimintatavat käydään läpi.

Muut kuin yllä esiteltyt rahastonhoitajia koskevat kohdat antavat konkreettisia ohjeita stressitestien toteuttamisvälin ja testeissä käytettävien skenaarioiden määrittämiseen, stressitestien tulosten käyttämiseen sekä rahaston varojen ja velkojen testaamiseen. Kuten edellä on mainittu, AIFML:ssä ja AIFM-asetuksessa asetetaan rahaston säilytysyhteisölle vastuu valvoa, että rahasto noudattaa toiminnassaan lainsäädäntöä ja muita ohjeita. ESMA:n ohje tarkentaa stressitestauksen osalta lain ja asetuksen varsin laveita säännöksiä ja edellyttää, että säilytysyhteisö todentaa, että rahastolla on käytössään dokumentoidut maksuvalmiuden

⁸⁷ ESMA 2020a, s. 9.

⁸⁸ ESMA 2020a, s. 9–10.

⁸⁹ ESMA 2020a, s. 10–11.

⁹⁰ Lyhenne *LST* englannin kielen sanoista *liquidity stress testing*.

stressitestausmenetelmät. Todentaminen ei edellytä, että säilytysyhteisö tutkisi rahaston stressitestausmenetelmien asianmukaisuutta tai muuten ottaisi kantaa tehtyjen stressitestien laatuun.⁹¹ Säilytysyhteisön tehtäväksi jää siis tosiaan ainoastaan valvoa, mikäli rahastolla ei laisinkaan ole dokumentoitua stressitestauskäytäntöä ja tarvittaessa ilmoittaa kansalliselle viranomaiselle eli Finanssivalvonnalle tekemästään havainnosta.

3.4.2 *Vähemmän likvidejä varoja koskevan stressitestauksen erityispiirteet*

Jotta rahaston maksuvalmiuden stressitestauksesta olisi mahdollisimman paljon hyötyä, stressitestit on sovitettava kyseisen rahaston ominaisuuksiin sopivaksi. ESMA:n ohjeen rahastonhoitajia koskevan osuuden 14. teema eli kohdat 60–66 koskevat nimenomaan vähemmän likvideihin varoihin sijoittavien rahastojen stressitestausta, mutta myös muualla ohjeessa on vähemmän likvideihin varoihin sijoittaviin rahastoihin soveltuvia kohtia. Epälikvideihin varoihin, kuten kiinteistöihin, sijoittavien rahastojen on huomioitava rahaston varojen huono likvidoitavuus suunnitellessaan stressitestejä ja valitessaan skenaarioita, joilla testit toteutetaan. Kiinteistöjen epälikvidi luonne vaikuttaa esimerkiksi päätettäessä testauksen toteuttamisvälistä. Suositeltu toteuttamisväli on neljännesvuosittain, mutta rahaston sijoittaessa vähemmän likvideihin varoihin ESMA suosittelee, että testausväliä tihennettäisiin (engl. *increase the frequency of regular LST*)⁹². Suomenkielisessä ohjeessa puhutaan toteutusvälin lisäämisestä, mutta kyseessä on käänkösvirhe. Ohje on tarkoitettu rahastonhoitajien käyttöön, jolloin on vaarallista, että ohjeisiin sisältyy tällaisia virheitä, jotka muuttavat ohjeen merkityksen täysin päinvastaiseksi kuin on aiottu. Toteutusvälin lisäämisen ymmärtäminen toteutusvälin pidentämisenä olisi nähdäkseni täysin perusteltu tulkinta ja herättää kysymyksen siitä, voisiko rahastonhoitajia rankaista stressitestien asianmukaisuudesta, mikäli he tutustuisivat ainoastaan suomenkieliseen versioon ohjeesta ja päätyisivät harventamaan toteutusväliä, koska rahasto sijoittaa vähemmän likvideihin varoihin.⁹³ Toki on todennäköistä, että alalla toimivien asiantuntemus auttaa heitä huomaamaan tällaisen asiavirheen ja ymmärtämään ohjeen tavoitellun sanamuodon.

⁹¹ ESMA 2020a, s. 22–23.

⁹² ESMA 2020b, s. 10.

⁹³ Finanssivalvonnan verkkosivuilla on linkki ainoastaan suomenkieliseen ohjeeseen, joten englanninkielisen ohjeen pariin hakeutuminen vaatii rahaston stressitesteistä vastaavalta henkilöltä hieman lisätyötä ja kiinnostusta tutustua myös muun kielisiin versioihin.

Maksuvalmiuden stressitestaamisessa on käytettävä sekä hypoteettisia että historiallisia skenaarioita, joiden toteutuminen on mahdollista. Mahdollisuus voi vaihdella erittäin todennäköisen ja epätodennäköisen välillä. Historiallisia skenaarioita ovat esimerkiksi vuosien 2008–2010 finanssikriisi ja tätä kirjoittaessa vuonna 2020 alkanut koronaviruskriisi ja kuvitteellisia tai hypoteettisia skenaarioita tavalliset markkinassa tapahtuvat muutokset, kuten korkotason vaihtelu. Erilaisten skenaarioiden soveltamisen lisäksi sellaisten rahastojen, jotka ovat alttiita epätodennäköisille riskeille, joilla saattaa toteutuessaan olla suuri vaikutus rahaston maksuvalmiuteen, on kiinnitettävä huomiota *käänteisten stressitestien* tekemiseen.⁹⁴ Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen voidaan katsoa olevan tällaisia rahastoja, sillä epätodennäköinen tapahtuma tai markkinashokki, kuten pandemiatilanteen puhkeaminen ja siitä mahdollisesti seuraava vuokranmaksun lakkaaminen tai voimakas äkillinen korkotason muutos, saattaisi vaikuttaa voimakkaasti kiinteistöjen arvoihin.

Käänteisellä stressitestauksella tarkoitetaan rahaston tasolla tehtävää stressitestiä, jossa määritetään tilanne, jossa rahastolla ei enää olisi riittävää maksuvalmiutta lunastustoimeksiantojen suorittamiseksi. Näin käänteisesti päästään selvittämään syitä, jotka voisivat johtaa kyseiseen skenaarioon ja ratkomaan syitä ja skenaarioon johtaneita olosuhteita ennakolta.⁹⁵ Mikäli rahasto tekee käänteisiä stressitestejä, sen on simuloitava testeissään, miten rahasto realisoisi kiinteistövarallisuuttaan poikkeuksellisessa markkinatilanteessa ja millaisia transaktiokustannuksia realisoimisesta seuraisi.⁹⁶

Kiinteistöjen realisoimiseen saattaa kulua paljon aikaa ja stressitestien onkin mitattava, millaisessa ajassa rahaston maksuvalmius saataisiin markkinastressin aikana riittävälle tasolle ja onko maksuvalmius riittävä edes tavanomaisessa markkinatilanteessa. Rahaston on pyrittävä stressitestien avulla selvittämään, kuinka se voi mahdollisesta varojen realisoimisesta huolimatta säilyttää säännöissään määritellyn riskiprofiilin. ESMA korostaa ohjeissaan erityisesti, että rahastonhoitajan on kiinnitettävä huomiota yllä mainittuihin vähäisen todennäköisyyden, mutta korkean vaikutuksen skenaarioihin, kuten siihen, että epälikvidien varojen,

⁹⁴ ESMA 2020a, s. 13–14.

⁹⁵ ESMA 2020a, s. 6.

⁹⁶ ESMA 2020a, s. 13–14.

kuten kiinteistöjen, arvon määrittämiseen liittyy epävarmuutta poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa.⁹⁷ Yleensä useat sijoittajat haluavat lunastaa osuutensa silloin, kun rahaston varojen arvonmääritys on epävarmaa, joten samaan aikaan markkinashokin kanssa rahastoa saattaa kohdata lunastusaalto.

Kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen etuna on, että niiden avoimuuden takia voidaan olettaa, että rahastojen sijoittajapohja on hyvin hajautettu. Tällöin rahastot eivät ole automaattisesti haavoittuvaisia, mikäli osa sijoittajista päättää epävarmassa markkinatilanteessa lunastaa osuutensa, koska on todennäköistä, että kaikki eivät tee niin. Lisäksi lunastusikkunat ovat auki tavallisia sijoitusrahastoja harvemmin, mikä antaa rahastolle aikaa maksukykyensä järjestelyyn. Laaja lunastusaalto on tästä huolimatta mahdollinen, mutta toinen rahastoja uhkaava velkojen maksuvalmiusriski liittyy vakuuksien muutospyyntöihin, korkotason nousuun lainasopimuksissa ja erilaisiin pääomasitoumuksiin.⁹⁸ Koska kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat vivutettuja rahastoja eli ne käyttävät sijoitustoiminnassaan vierasta pääomaa, ne ovat alttiita korkotason muutoksille. Stressatuissa olosuhteissa myös erilaiset pääomasitoumukset, kuten kiinteistökohteiden ylläpitoa tai korjaustöitä varten tehdyt varaukset, saattavat yllättäen nousta odotettua korkeammiksi esimerkiksi materiaalien toimitusongelmien vuoksi ja aiheuttaa ketjureaktioita, joissa urakat viivästyvät ja tilojen luovutus vuokralaisen käyttöön viivästyy. Stressitesteillä olisi pyrittävä simuloimaan tällaisia tapahtumia, mikä on ymmärrettävästi haastavaa, varsinkin kun toimitusongelmiin ja viivästyksiin sisältyy yleensä myös hankalasti määriteltävää oikeudellista riskiä.

Jos sama rahastonhoitaja hoitaa useampaa kiinteistöihin sijoittavaa erikoissijoitusrahastoa, joiden sijoitusstrategiat muistuttavat toisiaan, on perusteltua soveltaa näihin rahastoihin samoja stressitestimenetelmiä ja yhdistää rahastojen stressitestaus. Rahastojen stressitestauksen yhdistämisestä voi olla hyötyä esimerkiksi silloin, kun simuloidaan markkinatilannetta, jossa rahastojen on myytävä kiinteistöomaisuuttaan riittävän maksuvalmiuden saavuttamiseksi. Tällöin rahastojen omistamat kiinteistöt ovat myynnissä samaan aikaan ja saattavat kilpailla ostajista, mikäli myytävät kohteet ovat saman tyyppisiä, esimerkiksi hoivakiinteistöjä. Tämä saattaa painaa hintoja alas ja vaikeuttaa tai hidastaa kaikkien stressitestauksen

⁹⁷ ESMA 2020a, s. 15–19 ja s. 21.

⁹⁸ ESMA 2020a, s. 19–20.

kohteena olevien rahastojen mahdollisuuksia varojensa realisoimiseen. Jälleen tällaisten tilanteiden tarkka simuloiminen on hankalaa, mutta erittäin tärkeää, jotta rahaston maksuvalmiutta voidaan arvioida mielekkäästi.

3.4.3 Stressitestauksen valvonta

Rahastonhoitajat voivat varsin vapaasti suunnitella rahastoille sellaisen stressitestausohjelman, mikä heidän mielestään on kyseessä olevan rahaston kannalta asianmukainen ja testaa tehokkaasti rahaston maksuvalmiutta. Koska rahastonhoitajilla on valta päättää stressitestauksen menetelmistä ja toteutusvälistä, on stressitestauksen toteuttamisen valvonta siirretty säilytisyhteisölle. Kuten edellä mainittiin, säilytisyhteisön tarvitsee ainoastaan varmistaa, että rahasto tekee stressitestejä. Sen sijaan säilytisyhteisön ei tarvitse ottaa kantaa stressitestien asianmukaisuuteen tai muutenkaan arvioida testausmenetelmien sisältöä. Mikäli säilytisyhteisö huomaa, ettei rahasto tee stressitestejä ollenkaan, on sen ilmoitettava tästä Finanssivalvonnalle.

Finanssivalvonta sen sijaan voi harkintansa mukaan pyytää rahastonhoitajaa toimittamaan viranomaiselle stressitestin ja todisteet siitä, että rahastolla on riittävä maksuvalmius lunastustoimeksiantojen suorittamiseen sekä tavanomaisissa että poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa. Lisäksi rahastonhoitajan on ilmoitettava, millaisia olennaisia riskejä rahaston maksuvalmiuteen kohdistuu ja millaisia toimenpiteitä rahastonhoitaja on tehnyt riskeihin puuttumiseksi.⁹⁹ Stressitestauksen laadun valvonta on siis hyvin väljää ja mikäli rahasto tekee säännöllisesti stressitestejä, eikä valvova viranomainen erikseen pyydä selvitystä stressitestimalleista tai niiden tuloksista, stressitestauksen asianmukaisuuden arviointi saattaa olla pitkiäkin kausia pelkästään rahastonhoitajan omalla vastuulla. Rahastonhoitajien vastuu ilmoittaa olennaisista riskeistä valvovalle viranomaiselle taas vaatii jälleen kerran rahastonhoitajan arviota siitä, millainen riski katsotaan olennaiseksi. Todennäköisesti rahastonhoitaja ja valvova viranomainen arvioivat riskien olennaisuutta hyvin eri tavalla, koska rahastonhoitajan mielenkiinnon kohteena on kyseessä olevan rahaston riskin valvominen ja viranomaisen mielenkiinnon kohteena sen sijaan koko järjestelmän riskialttius. Viime vuosina finanssivalvonta on kiinnittänyt erityistä huomiota nimenomaan kiinteistöihin sijoittavien

⁹⁹ ESMA 2020a, s. 23.

erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallintaan¹⁰⁰, mikä osaltaan kertoo siitä, että markkina-tilanteen rauhoituttua pahimman koronapandemian asettaman shokin jälkeen on todennäköistä, että viranomainen jättää tämän segmentin valvonnan vähemmälle.

3.5 Likviditeetinhallinnan jälkikäteistoimenpiteet eli likviditeetinhallintavälineet

Stressitestien tarkoituksena on testata ja kartoittaa rahaston maksuvalmiutta ennen kuin rahasto on ajautunut tilanteeseen, jossa sen likviditeetti ei riitä lunastustoimeksiantojen maksamiseen. Rahasto saattaa kuitenkin stressitestien huolellisesta toteuttamisesta huolimatta olla tilanteessa, jossa sen maksuvalmius ei riitä. Jotta rahastoa ei jouduta kokonaan lakkautamaan tällaisessa tilanteessa, lainsäädäntö mahdollistaa tiettyjen jälkikäteisten likviditeetinhallintakeinojen käyttämisen. AIFM-asetuksen johdanto-osan kappaleessa 59 on kuvattu lyhyesti jälkikäteisiä likviditeetinhallintavälineitä, jotka koskevat yhteisesti kaikkia vaihtoehtorahastoja ja eivät sen vuoksi välttämättä kaikki sovellu kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen käyttöön. Tällaisia järjestelyjä ja välineitä ovat lunastusrajat, lunastusten osittainen suorittaminen, väliaikaiset lainat, irtisanomisajat ja likvideistä varoista muodostuvat poolit. Rahaston väliaikaista sulkemista merkinnöiltä tai lunastuksilta ei katsota vastaavaksi erityisjärjestelyksi, koska se vaikuttaa samalla tavalla rahaston kaikkiin varoihin ja sijoittajiin, ei pelkästään niihin, jotka ovat tekemässä lunastusta rahaston likviditeetin loppuessa.

Rahastonhoitajat voivat vapaasti kansallisen lainsäädännön sallimissa rajoissa määritellä omissa säännöissään, millaisia likviditeetinhallintavälineitä rahastossa käytetään (AIFM-asetus 47 artikla). Suomessa likviditeetinhallintavälineiden käyttöä ei juurikaan ole rajoitettu, vaan rahastonhoitajat voivat todella itse päättää, millaisia välineitä rahaston käytössä on. Unionin jäsenmaissa käytännöt vaihtelevat laajasti, minkä vuoksi ESMA ja Euroopan järjestelmäriskikomitea (engl. *European Systemic Risk Board*, jäljempänä ESRB) ovat useassa yhteydessä vedonneet komissioon likviditeetinhallintavälineiden sääntelyn yhtenäistämiseksi.¹⁰¹ Kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen käytössä oleviin likviditeetinhallintavälineisiin palataan seikkaperäisemmin valvovien viranomaisten toimia koskevassa alaluvussa 3.7.

¹⁰⁰ Finanssivalvonta 2019a eli teema-arvio kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinnasta, johon palataan tarkemmin jäljempänä.

¹⁰¹ ESMA 2020c, s. 59–61

Vaikka AIFM-asetus ei katso merkintöjen ja lunastusten keskeytystä maksuvalmiudenhallinnan erityisjärjestelyksi, ovat nekin luonnollisesti likviditeetinhallintaväline, ja todennäköisesti sijoittajien eli rahasto-osuudenomistajien keskuudessa myös tunnetuin sellainen. Sekä merkintöjen että lunastusten keskeyttämisen on oltava väliaikaista. SRL 8:2 määrää, että rahaston säännöissä on mainittava, millaisissa tilanteissa rahastonhoitaja voi keskeyttää tai on velvollinen keskeyttämään lunastamisen. SRL 10:6 on tarkemmin selvitetty, että rahastonhoitaja voi itse päättää keskeyttämisestä vain silloin, kun sijoittajien eli rahasto-osuudenomistajien yhdenvertainen kohtelu tai muu etu vaatii keskeyttämistä. Tällainen tilanne on esimerkiksi poikkeuksellisesta markkinatilanteesta johtuvan arvonmäärityksen epävarmuus, jonka takia rahaston arvoa ei voida luotettavasti määrittää. Finanssivalvonta voi määrätä (usein samasta syystä) rahaston keskeyttämään lunastustoimeksiantojen suorittamisen SRL 10:7 nojalla.¹⁰² Alun perin valvovalle viranomaiselle annettiin valta määrätä lunastusten keskeyttämisestä juuri erikoissijoitusrahastojen tehokkaan valvomisen helpottamiseksi. Erikoissijoitusrahastot mahdollistivat aikoinaan vuosituhannen vaihteessa rahastonhoitajille vapaamman tuotekehittelyn ja arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta haluttiin turvata antamalla viranomaiselle laajat valtuudet puuttua rahastojen toimintaan.¹⁰³

Vastaavasti kuin lunastusten keskeyttäminen on mahdollista, rahastonhoitaja voi myös väliaikaisesti sulkea merkintäikkunan ja keskeyttää merkintätoimeksiantojen vastaanottamisen joko omien sääntöjensä tai Finanssivalvonnan määräyksen perusteella, jos merkintäikkunan sulkeminen on sijoittajien edun mukaista (SRL 10:1). Lunastusten keskeyttäminen on rahaston likviditeetinhallinnan näkökulmasta intuitiivinen toimi, mutta merkintöjen tekemisen eli rahasto-osuuksien liikkeeseenlaskun keskeyttäminen saattaa ensi tilassa vaikuttaa erikoiselta reaktiolta – onhan rahastojen intressissä yleensä kerätä mahdollisimman paljon sijoittajia ja varallisuutta, ja kiinteistöihin verrattuna käteisenä tehdyt rahasto-osuuksien merkinnät ovat erittäin likvidiä varallisuutta, jolle rahastolla luulisi olevan käyttöä etenkin maksuvalmiuden ollessa vaarantuneena. Rahaston olemassa olevien sijoittajien etu saattaa kuitenkin vaarantua, mikäli uusia sijoittajia otetaan mukaan poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa esimerkiksi tilanteessa, jossa kiinteistöjen transaktiomarkkina on pysähtynyt ja rahaston ei ole mah-

¹⁰² HE 243/2018 vp, s. 90.

¹⁰³ HE 202/1998 vp, s. 35 ja Harju – Syyrilä 2001 s. 210–212.

dollista sijoittaa olemassa olevia käteisvarojaan strategiansa mukaisesti tai pitää yllä säännöissään määritettyä sijoitusastetta.¹⁰⁴ Lunastusten keskeyttäminen ei automaattisesti aiheuta merkintöjen keskeytymistä tai toisin päin, vaan lunastuksia ja merkintöjä koskevat päätökset ovat toisistaan irrallisia.

3.6 Sijoittajien etu ja tasapuolinen kohtelu

Sijoittajien yhdenvertaisuus on kirjattu lakiin. AIFML 6:1 1-kohdan mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan on kohdeltava kaikkia vaihtoehtorahastojen sijoittajia tasapuolisesti. Samoin SRL 4:2.1 vaatii, että rahastoyhtiön on kohdeltava rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti. Periaatteessa SRL:n säännös ei enää nykyään koske erikoissijoitusrahastoja, joita koskeva sääntely on suurimmaksi osaksi siirretty AIFML:iin. Kuitenkin huomioiden sen historiallisen tosiasian, että vuoteen 2019 asti SRL:n säännös koski myös erikoissijoitusrahastoja, on mielenkiintoista, että rahastolainsäädäntöuudistuksen myötä vaatimus erikoissijoitusrahastojen sijoittajien kohtelusta muuttui yhdenvertaisesta tasapuoliseen. Voidaan kuitenkin olettaa, että eri käsitteiden epäjohdonmukaisesta käytöstä huolimatta lainsäätäjän tavoite on ollut käyttää yhdenvertaista ja tasapuolista kohtelua toistensa synonyymeinä. Yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä arvioitaessa on joka tapauksessa lähinnä perehdyttävä lainsäätäjän tarkoitukseen SRL:n esitöiden kautta. Sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun periaate on rahastolainsäädännön keskeisiä periaatteita ja sen mukaan rahastonhoitajan on noudatettava kaikessa toiminnassaan lähtökohtia, jotka ovat johdonmukaisia ja kunnioittavat sijoittajien yhdenvertaisuutta.¹⁰⁵ Lisäksi AIFML 6:1 2- ja 5-kohdat edellyttävät, että vaihtoehtorahastojen hoitajan on toimittava ottaen huomioon hoitamiensa rahastojen ja niiden sijoittajien edun sekä täytettävä kaikki liiketoiminnan harjoittamista koskevat sääntelyvaatimukset edistääkseen hoitamiensa rahastojen ja niiden sijoittajien etua.

Sijoittajien *yhdenvertaisella* tai *tasapuolisella kohtelulla* tarkoitetaan sekä nykyisten että potentiaalisten sijoittajien eli rahasto-osuuksia omistukseensa tavoittelevien sijoittajien yhdenvertaisuutta.¹⁰⁶ Yhdenvertaisuus perustuu siihen, että kaikki sijoittajat omistavat samanlaisia

¹⁰⁴ Ks. eQ Rahastoyhtiö Oy 2020 ja Titanium Oyj 2021. Erikoissijoitusrahasto eQ Hoivakiinteistöt (nykyään Erikoissijoitusrahasto eQ Yhteiskuntakiinteistöt) keskeytti merkintöjen vastaanottamisen maaliskuussa 2020 ja Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoivakiinteistö keskeytti merkintöjen vastaanottamisen neljäksi kuukaudeksi vuonna 2021.

¹⁰⁵ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36.

¹⁰⁶ HE 202/1998 vp, s. 54 ja Jusslin 2018, s. 83.

osuuksia rahastosta, jotka luonnollisesti tuottavat sijoittajille myös samat oikeudet. Käytännössä sijoittajien yhdenvertaisuus tarkoittaa, että rahastonhoitajan julkistaessa rahastoa koskevia tietoja jollekin sijoittajalle, on sen samalla tuotava vastaava tieto muidenkin rahaston sijoittajien saataville. Tämä vaatimus koskee esimerkiksi aiemmin käsiteltyjä stressitestejä ja niiden tuloksia, jotka on tuotava kaikkien rahaston sijoittajien tietoon, jos tietoja päätetään antaa jollekin sijoittajalle.¹⁰⁷

Lisäksi yhdenvertaisuus liittyy rahaston perimiin palkkioihin, joiden pitää olla kaikille sijoittajille yhdenvertaiset. Yhdenvertaisuudella ei tarkoiteta sitä, että kaikilta sijoittajilta perittävien palkkioiden tulisi olla täsmälleen identtisiä, vaan sitä, että palkkioiden porrastamisen on oltava läpinäkyvää ja rahastonhoitajan on tuotava mahdolliset palkkioiden alennusperusteet kaikkien osuudenomistajien tietoon ja esitettävä laskentaperusteet selkeästi, vaikka numeerisesti tarkkoja arvoja palkkioiden enimmäis- tai vähimmäismäärille ei olisi määritetty.¹⁰⁸ Tällaisia perusteita voivat olla esimerkiksi lunastuspalkkion aleneminen sijoittajan omistusaajan pituuden mukaisesti tai suhteuttaminen sijoituksen koon mukaan, tai merkintäpalkkion porrastaminen sen mukaan, millä tavalla merkintä on tehty (esimerkiksi puhelimitse, rahastonhoitajan tarjoaman internetportaalin kautta vai fyysisessä sijoittajatapaamisessa).¹⁰⁹ Yhdenvertainen kohtelu siis tarkoittaa, että samassa tilanteessa olevia sijoittajia on kohdeltava samalla tavalla. Siten esimerkiksi uusille sijoittajille voidaan tehdä tarjouksia, jotka eivät koske vanhoja osuudenomistajia, ja suuremmille sijoittajille voidaan myöntää heitä koskevia etuja.¹¹⁰ Lisäksi on huomioitava, että kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja markkinoidaan myös ei-ammattimaisille sijoittajille, joiden etu edellyttää korkeampaa sijoittajansuojaa kuin ammattimaisten sijoittajien. Tämä saattaa edellyttää rahastonhoitajalta esimerkiksi helppolukuisempaa ja selkeämpää kommunikointia ei-ammattimaisten sijoittajien suuntaan.¹¹¹

Sijoittajien yhdenvertaisuuden koskiessa sekä rahaston nykyisiä että tulevia osuudenomistajia *sijoittajien etu* tarkoittaa nimenomaan nykyisten rahasto-osuudenomistajien etua, ja teknisesti myös rahaston etua, joka yleensä korreloi sijoittajien edun kanssa. Tilanteessa, jossa

¹⁰⁷ ESMA 2020a, s. 10.

¹⁰⁸ HE 202/1998 vp, s. 17–18 ja 53.

¹⁰⁹ Harju – Syyrilä 2001, s. 115–116.

¹¹⁰ HE 113/2011 vp s. 77

¹¹¹ Luukkonen 2018, s. 68–69.

rahasto joutuu myymään tai pakkomyymään kiinteistövarallisuuttaan likviditeetin riittämiseksi lunastustoimeksiantojen täyttämiseen, sijoittajien yhdenvertaisuus ja etu saattavat vaarantua. Finanssivalvonnan mukaan kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen hoitajien on kiinnitettävä erityistä huomiota likviditeetinhallintavälineiden käytössä, jotta osuudenomistajien yhdenvertaisuus voidaan turvata ja ESMA:n mukaan rahastonhoitajan tulee arvioida, voiko kohteita ylipäättään realisoida loukkaamatta sijoittajien etua.¹¹²

Markkinastressissä on mahdollista, että suuri määrä sijoittajia haluaa lunastaa osuutensa pois yhtä aikaa, jolloin heikosta markkinatilanteesta huolimatta rahastoon jäävät sijoittajat saattavat joutua lunastajia heikompaan asemaan. Erityisesti kiinteistöihin sijoittavissa erikoissijoitusrahastoissa tämän riskin tiedostaminen on tärkeää, sillä kiinteistöt ovat hyvin epälikvidiä varallisuutta ja niiden myyminen heikossa markkinatilanteessa tai nopealla aikataululla pakon edessä johtaa usein siihen, ettei rahasto saa kiinteistöstä parasta mahdollista hintaa. Lisäksi tilanteessa, jossa on toimittava nopeasti, rahastot joutuvat yleensä myymään helposti realisoitavissa olevia eli käytännössä parhaita kohteitaan. Pahimmassa tapauksessa myynnit on tehtävä pakkomyynti- (engl. *fire sale price*) tai alihintaan, mikä ennestään loukkaa rahastoon jäävien sijoittajien etua. Toisin sanoen sen lisäksi, että rahastonhoitajalla todennäköisesti olisi muutenkin hankaluuksia realisoida kiinteistövarallisuutta poikkeuksellisessa markkinatilanteessa, on rahastonhoitajan lisäksi arvioitava, voiko hän ylipäättään realisoida kiinteistöjä rikkomatta lainsäädäntöä ja viranomaisten ohjeita.

Rahastonhoitajan on huomioitava sijoittajien etu ja yhdenvertainen kohtelu aina, mutta asia korostuu stressatuissa markkinaolosuhteissa ja rahastonhoitajan tehdessä merkittäviä muutoksia rahastoon. Jos arvonmäärittäykseen liittyy paljon epävarmuutta, saattaa lunastustoimeksiantojen suorittamisen lisäksi myös edellisessä alaluvussa esitetyllä tavalla merkintöjen vastaanottaminen vaarantaa sijoittajien edun tai tasapuolisen kohtelun.¹¹³ Tällainen tilanne olisi ajankohtainen, jos rahastolla ei olisi mahdollisuutta sijoittaa merkinnöillä kerättyjä varoja kiinteistöomaisuuteen. Yleisesti on myös tiedossa, että kiinteistöjen arvot laahaavat markkinan perässä. Tällöin markkinatilanteesta riippumatta rahastoon jäävät sijoittajat jäävät yleensä aina joko uusia tai poistuvia sijoittajia heikompaan asemaan. Markkinan nousussa uusi sijoittaja voi hankkia osuuksia senhetkiselä hinnalla. Siinä vaiheessa, kun varat on sijoitettu kiinteistöihin, kiinteistöjen hinnat ovat jo ehtineet kohota, joten periaatteessa

¹¹² Finanssivalvonta 2019a, s. 17 ja ESMA 2020a, s. 21.

¹¹³ HE 202/1998 vp, s. 55 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 200–210.

sijoittaja on hankkinut osuutensa alihintaan. Vastaavasti markkinan laskiessa poistuva sijoittaja myy osuutensa senhetkiselä hinnalla ja käytännössä saa lunastuksessa ylihintaa, koska rahasto-osuuden takana olevan kiinteistön hinta ehtii laskea ennen kuin rahasto ehtii sen myydä.¹¹⁴

Myös rahaston sulautuminen tai jakautuminen saattaa vaarantaa sijoittajien edun. Koska erikoissijoitusrahastolla ei ole oikeushenkilöllisyyttä, se ei voi missään tilanteessa mennä konkurssiin ja siten sijoittajien käytöstä puuttuvat tavalliset, velkojia yleensä velallisen maksukyvyttömyydeltä suojaavat keinot. Tämä seikka on huomioitava nimenomaan kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen tapauksessa, jotka sitoutuvat yleensä pitkäaikaisiin hankkeisiin ja rahoittavat hankkeita lainapääomalla, jolloin myös korkotason yllättävät tai voimakkaat muutokset saattavat vaikuttaa sijoittajien asemaan.¹¹⁵ Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen ei ole toistaiseksi havaittu aiheuttavan lainanotollaan riskiä rahoitusmarkkinoiden vakaudelle, mikä kertoo lähinnä kiinteistöjen arvojen tasaisesta noususta rahastojen olemassaoloaikana, ja mihin saattaa tulla muutos, jos kiinteistöjen hinnat kääntyvät laskuun.

Konkurssimahdollisuuden puutetta voidaan rahastonhoitajan näkökulmasta välttää sulattamalla rahastoja yhteen, mikä kuitenkin saattaisi vaarantaa sijoittajien edun.¹¹⁶ Sijoittajien etu ja toisaalta myös yhdenvertainen kohtelu vaarantuisi esimerkiksi tilanteessa, jossa sulautuvat rahastot sijoittaisivat laatutasoltaan erilaisiin kohteisiin tai sijoitusstrategiat muuten eroaisivat toisistaan. Myös rahastojen erilaiset historialliset tuotot voisivat asettaa sulautuvien rahastojen sijoittajat eriarvoiseen asemaan, jos sulauttamalla toisen rahaston alkuperäiset sijoittajat joutuisivat sopeutumaan aiempaa heikompiin tuotto-odotuksiin. *Harjun* mukaan kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen sulautumisen sääntelyä tulisikin arvioida uudelleen, mutta hän huomioi myös riskin ristiriitaan ajautumisesta koko ajan yksikohtaistuvamman EU-sääntelyn kanssa, jolloin kansallisen lainsäädännön kehittämisessä olisi varottava liiallista yksityiskohtaisuutta.¹¹⁷ Sijoittajien edun näkökulmasta sulautumista ei tulisi käyttää rahaston likviditeetinhallintakeinona, vaan perustellumpaa olisi tukeutua muihin lainsäädännön tarjoamiin vaihtoehtoihin.

¹¹⁴ AREF 2017, s. 24–25.

¹¹⁵ Harju 2020, s. 81–82.

¹¹⁶ Harju 2020, s. 81 ja alaviite 360.

¹¹⁷ Harju 2020, s. 82.

3.7 Valvovien viranomaisten toimet rahastojen likviditeetinhallinnan selvittämiseksi

Globaalin koronapandemian keväällä 2020 aiheuttama markkinashokki oli ensimmäinen kerta, kun kotimaiset kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot joutuivat toimimaan tilanteessa, jossa kiinteistöjen arvonmääritykseen liittyi suurta epävarmuutta.¹¹⁸ Ensimmäistä kertaa kyseisenlaisten rahastojen tultua markkinoille käsillä oli todellinen riski siitä, että kiinteistörahastolain esitöissä pelätty massalunastusten aalto saattaisi kaataa kotimaiset kiinteistörahastot likviditeettiongelmiin. Finanssivalvonta oli jo syksyllä 2019 ennen koronakriisin rantautumista kotimaahan julkaissut teema-arvion kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmäärityskysymyksistä ja likviditeetinhallinnasta.¹¹⁹ Myös EU:n tasolla viranomaiset olivat jo ennen koronakriisiä esittäneet huolensa epälikvideihin varoihin sijoittavien rahastojen likviditeetinhallinnasta ja lunastustoimeksiantojen täyttämisestä, joten aihe oli ajankohtainen ja rahastojen likviditeetinhallinnan laiminlyömisestä aiheuttama riski tunnistettiin. Seuraavissa alajaksoissa esitellään tiiviisti viranomaisten tekemien havaintojen sisältöä.

3.7.1 Finanssivalvonnan teema-arvio kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmäärityskysymyksistä ja likviditeetinhallinnasta 19.11.2019

Finanssivalvonta julkaisi 19.11.2019 teema-arvion kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmäärityskysymyksistä ja likviditeetinhallinnasta¹²⁰, jossa nostettiin keskeisimpinä havaintoina esiin, ettei rahastojen arvonmääritysprosessin dokumentointi ole kaikissa rahastoissa riittävällä tasolla, arvonmäärityksen toimintamallit eivät ole riittävän selkeitä ja usealla rahastolla on puutteita lain vaatimissa stressitesteissä. Lisäksi teema-arviossa todettiin, että rahastoilla on myös hyviä toimintatapoja, jotka tukevat niitä yllättävissä markkinatilanteissa. Hyvistä toimintatavoista mainittiin ulkopuolisten kiinteistönarvioitsijoiden ja validoitujen arvonmääritysmallien käyttö sekä se, että rahastoilla on markkinatilanteen vaatiessa käytössään erilaisia likviditeetinhallintavälineitä.¹²¹

¹¹⁸ Finanssivalvonta 2021, s. 5.

¹¹⁹ Finanssivalvonta 2019a.

¹²⁰ Finanssivalvonta 2019a.

¹²¹ Finanssivalvonta 2019a, s. 1–2.

Finanssivalvonnan rahastonhoitajille esittämän kyselyn tuloksena oli, että vain harvalla vaihtoehtorahastojen hoitajalla oli sääntelyn edellyttämä dokumentaatio erittäin hyvällä tasolla, ja salkunhoitajan riippumattomuudesta rahaston varojen arvonmäärittämisessä ei voitu varmistua kaikkien rahastojen osalta. Kysely tietojen keräämiseksi oli lähetetty 13:lle vaihtoehtorahastojen hoitajalle, joista ainoastaan neljä oli asettanut omaisuuden eli kiinteistöjen objektiiviset arvonmäärittämissä periaatteet sijoittajien saataville sääntelyn edellyttämällä tavalla. Viranomaisen korosti, että rahastojen on jatkossa huolehdittava paremmin siitä, että salkunhoitajan asema säilyy riippumattomana ja salkunhoitajat eivät saa olla millään tapaa osallisina rahaston varojen arvonmäärittämisessä (AIFML 9:2.1).¹²² Käytännössä salkunhoidon ja arvonmäärittämisprosessin erottamiseen liittyy kuitenkin ongelmia, koska yleisesti rahaston arvonmäärittämisessä käytetään kiinteistöomaisuudesta kiinteistönarvioitsijoiden arviolausuntojen mukaisia arvoja. Koska kiinteistöjen arviolausunnot tilaa yleensä nimenomaan rahastosalkkua hoitava tiimi, jolla yleensä on myös paras asiantuntemus arvioida arviolausunnon laadukkuutta, ovat salkunhoitajat ainakin välillisesti myös rahaston arvonmäärittämisessä mukana. Finanssivalvonta toteaa, että salkunhoitajat voivat vastata tietyistä arvonmäärittämisprosessin tehtävistä, kuten lähtötietojen toimittamisesta, mutta salkunhoitajan riippumattomuuden on säilyttävä läpi koko arvonmäärittämisprosessin. Riippumattomuuden säilyttämistä viranomaisen ei kuitenkaan kuvaile konkreettisemmin, vaan ohjeen sisällön selvittäminen jää rahastonhoitajien omalle vastuulle.

Kiinteistönarvioitsijoiden käytön osalta Finanssivalvonnalla ei ollut huomautettavaa. Sen sijaan teema-arviossa ilmeni, että vastuunjako kiinteistönarvioitsijoiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien välillä ei ole kaikille toimijoille selkeää. Kiinteistönarvioitsijan tehtävä on ainoastaan antaa arvio rahaston omaisuuseristä ja viimesijaisesti vastuussa arvonmäärittämisprosessin oikeellisuudesta ja johdonmukaisuudesta on rahastonhoitaja.¹²³ Rahastonhoitajan on siis josakin määrin otettava kantaa arvioiden asianmukaisuuteen ja vähintään päätettävä käytetäänkö rahaston arvonmäärittämisessä arviolausunnon mukaista arvoa vai jotakin toista arvoa, ja suurin osa teema-arviossa mukana olleista rahastonhoitajista ilmoittikin analysoivansa kiinteistönarvioitsijoiden arvoja jollakin menetelmällä. Odotetusti yllä esitellyistä kiinteistön arvostamismenetelmistä suosituin rahastojen keskuudessa oli tuottoarvomenetelmä, jota hyödynnettiin yhdessä kauppaa arvioivan menetelmän kanssa.

¹²² Finanssivalvonta 2019a, s. 10–11.

¹²³ Finanssivalvonta 2019a, s. 12–15.

Finanssivalvonta kartoitti lisäksi rahastojen likviditeetin hallintaa ja niiden toteuttamia stressitestejä. Likviditeetin hallinnan osalta tulos oli odotettu: rahastoilla on käytössään useita likviditeetin hallintavälineitä, mutta syksyyn 2019 mennessä rahastot eivät olleet kuitenkaan vielä joutuneet hyödyntämään näitä välineitä yksittäistapauksia lukuun ottamatta. Tämä johtui siitä, että kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen olemassaolon aikana vuosina 2012–2019 markkinassa ei ollut tapahtunut sellaisia muutoksia, jotka olisivat laukaisseet likviditeetin hallintavälineiden käytön tarpeellisuuden. Puute kokemuksesta likviditeetin hallintavälineiden käytössä nähtiin uhkana sille, että välineitä ei välttämättä osata kriisitilanteessa hyödyntää tarkoituksenmukaisesti.¹²⁴ Tästä huolimatta teema-arviossa korostetaan, että likviditeetin hallintavälineiden käyttö on aiheellista ainoastaan poikkeustilanteissa eikä rahastojen pitäisi joutua käyttämään niitä kiinteistömarkkinan kehittyessä tasaisesti.

Rahastojen käytössä oleviksi likviditeetin hallintavälineiksi nimettiin 1) porrastetun lunastuspalkkion käyttö, 2) lunastusten keskeyttäminen, 3) lunastusten eteenpäin siirtäminen, jos rahaston varoja on myytävä lunastustoimeksiantojen täyttämiseksi, 4) likvideihin varoihin, kuten muunlaisiin arvopapereihin, sijoittaminen, 5) tietyn rajan ylittävien lunastusten siirto seuraavalle lunastusajankohdalle ja 6) toimeksiannon tekeminen aikaisemmin tietyn rajan ylittävistä lunastuksista. Porrastettua lunastuspalkkiota käyttävät kaikki teema-arvion tarkastelun kohteena olevat rahastot. Lisäksi 13 rahaston käytössä oli joitakin muita kuin edellä nimettyjä likviditeetin hallintavälineitä. Usean rahaston säännöt mahdollistavat esimerkiksi väliaikaisten lainojen ottamisen lunastusten maksamista varten¹²⁵, ja lunastusten keskeyttämisen lisäksi merkintöjen keskeyttämisen tai lunastus- tai merkintäajankohtien vähentämisen.

Lainsäädännön vaatimien stressitestien (AIFML 8:6.2) osalta tilanne näytti olevan likviditeetin hallintavälineiden tunnistamista ja käyttöä huonompi, ja eräiden rahastojen osalta stressitestien tekeminen oli laiminlyöty kokonaan. Lähes kaikki vaihtoehtorahastojen hoitajat olivat vähintään jättäneet huomioimatta sen, että simuloidakseen todellisuutta stressitestissä olisi pitänyt huomioida useamman tapahtuman, kuten kiinteistöjen arvojen laskemisen ja suurten lunastustoimeksiantojen, samanaikaisuus. Finanssivalvonta edellytti toimijoita

¹²⁴ Finanssivalvonta 2019a, s. 16–17.

¹²⁵ Ks. esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto UB Suomi Kiinteistöt -rahaston säännöt, s. 3 ja Erikoissijoitusrahasto eQ Yhteiskuntakiinteistöt -rahaston säännöt, s. 2.

korjaamaan stressitestit lain vaatimalle tasolle ja kehotti hyödyntämään ESMA:n ohjetta rahastojen likviditeettistressteistä, jota kaikkien rahastojen tuli soveltaa käytännöissään viimeistään 30.9.2020 alkaen.¹²⁶ ESMA:n ohjeen sisältöön on perehdytty yksityiskohtaisesti tutkielman alaluvussa 3.4.

3.7.2 ESRB-teema-arvio 12.11.2020

ESRB antoi 6.5.2020 ESMA:lle suosituksen¹²⁷ ottaa kantaa yrityslainoihin sijoittavien sijoitusrahastojen ja kiinteistöihin sijoittavien vaihtoehtorahastojen likviditeettiriskeistä koronapandemian aiheuttaman epävarman markkinatilanteen takia, joka vaikeutti näiden rahastojen sijoituskohteiden arvonmäärittystä. Suosituksen tarkoituksena oli parantaa reagoitavuutta ja ehkäistä unionin finanssimarkkinoiden likviditeetin heikkenemistä tulevaisuuden kriisitilanteissa. Kiinteistöihin sijoittavat rahastot valittiin painopisteeksi, koska koronapandemian ennustettiin laukaisevan lunastuksia kiinteistörahastoissa tilojen sulkemisen, transaktiemarkkinan pysähtymisen ja vuokranmaksun keskeytymisen takia. Valintaa perusteltiin lisäksi sillä, että muut rahoituslaitokset käyttivät kiinteistöjä laajasti vakuuksina ja kiinteistörahastojen likviditeettivaikeuksilla pelättiin olevan vaikutusta koko finanssisektorin vakauteen.¹²⁸ ESRB toivoi ESMA:n kiinnittävän raportissaan huomiota erityisesti varojen arvostuksen epävarmuuden ja lunastusten laajuuden arviointiin sekä rahastojen senhetkiseen varautumistasoon.¹²⁹

ESMA julkaisi ESRB:n suosituksesta tehdystä kyselystä loppuraportin¹³⁰ 12.11.2020 (ESRB-teema-arvio). Analyysiin otettiin mukaan 92 avointa kiinteistöihin sijoittavaa vaihtoehtorahastoa 13 eri jäsenvaltiosta, joiden hoidettavana olevat varat kattoivat yhteensä 31 % EU:n kiinteistörahastojen hoidettavista varoista. Suomen osalta raportin kohteena ovat nimennä kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ja raportissa on käytetty Finanssivalvonnan keräämiä viiden suomalaisen rahaston tietoja, joiden hoidossa olevat varat ylittivät tarkasteluun vaaditun 500 miljoonan euron alarajan. Raportin johdannossa mainitaan, että vaikka raportissa tarkastellaan mikrotaloustieteellisestä näkökulmasta pandemian vaikutusta rahastojen likviditeettiin ja sen hallintaan, ovat rahastot unionin tasolla merkittävä

¹²⁶ ESMA 2020a.

¹²⁷ Suomeksi EJRK 2020 ja englanniksi ESRB 2020a.

¹²⁸ EJRK 2020, johdanto-osan kappaleet 5 ja 8.

¹²⁹ EJRK 2020, Liite: suosituksen noudattamista koskevat kriteerit.

¹³⁰ ESMA 2020c.

kiinteistöjenomistaja ja mahdolliset kiinteistöjen pakkomyynnit saattavat painaa markkinahintoja alas ja siten aiheuttaa koko järjestelmälle epävakautta.¹³¹

ESMA havaitsi kansallisten viranomaisten toimittamien vastausten perusteella, ettei koronapandemia ollut helmi–kesäkuussa 2020 laukaissut odotettua lunastusaaltoa, vaan lunastustoimeksiantojen määrät säilyivät edellisten vuosien tasolla. Yksikään rahasto ei joutunut myymään kiinteistöomaisuuttaan lunastusten kattamiseksi.¹³² Sen sijaan rahastot ilmoittivat, että niiden toimintaan vaikutti epävarmuus arvonmäärityksessä ja lähes puolet rahastoista ilmoitti, että arvonmääritystä hankaloittivat muutokset vuokralaisten vuokranmaksussa, kun monien vuokranantajien oli sovittava vuokravapaista ja vuokranalennuksista kevään aikana. Muutama rahasto keskeyttikin lunastukset kesäkuussa 2020 sen perusteella, että rahastosuuden arvonmääritys luotettavalla tavalla ei ollut mahdollista. Suurin osa rahastoista kuitenkin jatkoi toimintaansa käyttämättä mitään likviditeetinhallintavälineitä, jolloin likviditeetinhallintavälineiden toimimista ja riittävyyttä ei voitu asianmukaisesti analysoida.¹³³ Raportissa ESMA kuitenkin huomauttaa, että tarkastelu aika oli ainoastaan helmikuusta maaliskuuhun 2020, minkä lisäksi shokki kokonaisuudessaan jäi lyhytaikaiseksi ja koko tuon lyhyen aikavälin ajan valtiot ja keskuspankit tekivät elvytystoimia, jotka helpottivat kiinteistömarkkinan tilannetta.¹³⁴ Lisäksi kiinteistömarkkinan luonteesta johtuen kevään kriisin vaikutukset voivat olla pitkäkestoisia ja eivät toistaiseksi välttämättä näy rahastojen arvoissa. Koska odotettu lunastusaalto jäikin tulematta ja rahastojen käteisvarat pysyivät jokseenkin samalla tasolla kuin edellisinä vuosina, ESMA havaitsi positiivisena asiana sen, että rahastojen sijoittajakunnalla vaikuttaa olevan kiinteistösijoittamiseen sopiva pitkän aikavälin sijoitushorisontti, eivätkä he ole herkästi vetämässä omistuksiaan pois edes markkinan stressitilanteessa.¹³⁵

Likviditeetinhallintavälineiden käytön vähyys nähtiin riskinä itsessään. Tämän todettiin johtuvan osin siitä, että kansalliset lainsäädännöt mahdollistavat hyvin vaihtelevasti erilaisten likviditeetinhallintavälineiden käyttöä. Raportissa ja erillisessä AIFM-direktiivin kehittämistä koskevassa kirjeessään ESMA vetoaa komissioon likviditeetinhallintavälineiden sääntelyn harmonisoimiseksi, jotta unionin tasolla voitaisiin paremmin turvata johdonmukaisesti

¹³¹ ESMA 2020c, s. 5.

¹³² ESMA 2020c, s. 44–46.

¹³³ ESMA 2020c, s. 54–55.

¹³⁴ ESMA 2020c, s. 6 ja ESRB 2020b, s. 1.

¹³⁵ ESMA 2020c, s. 42, 44–46.

sijoittajansuojan toteutuminen ja hyödyntää paremmin stressitesteistä ja likviditeetinhallintavälineiden käytöstä saatavaa informaatiota. Lisäksi yhdenmukaistamisella ja likviditeetinhallintavälineiden sääntelyn tuomisella unionin lainsäädäntöön nähdään olevan vaikutus negatiivisen stigman poistamisessa likviditeetinhallintavälineiden käytöstä. ESMA:n arvion mukaan yksi syy likviditeetinhallintavälineiden käytön vähäisyydelle ja mainitsematta jättämiselle rahastojen säännöissä on, että rahastonhoitajat arvioivat likviditeetinhallintakeinojen käyttämisen, tai edes niiden käytön mahdollisuuden mainitsemisen rahaston säännöissä, vaarantavan rahaston mainetta.¹³⁶

Mielenkiintoista on, että Finanssivalvonnan ennen koronakriisiä laatimassa teema-arviossa kotimainen viranomainen korostaa, että likviditeetinhallintavälineitä tulee käyttää vain poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa ja tällöinkin harkitusti. ESMA taas katsoo likviditeetinhallintavälineiden käyttämättä jättämisen poikkeuksellisissa tilanteissa olevan riski itsessään ja suosittelee, että likvidinhallintavälineiden käyttöä helpotettaisiin. ESMA:n kanssa samoilla linjoilla on ESRB, jonka lausunnon mukaan likviditeetinhallinnan oikea-aikainen käyttö on avainasemassa rahastojen likviditeettiriskin ja pakkomyynneistä aiheutuvan järjestelmäriskin hallinnassa.¹³⁷

Raportista nousee myös vahvasti esiin ESMA:n kanta siitä, että kansallisten viranomaisten pitäisi aktiivisesti valvoa vähemmän likvideihin varoihin sijoittavia rahastoja järjestelmän vakauden säilyttämiseksi, ja huoli tällaisten rahastojen likviditeetinhallinnasta oli herännyt jo ennen koronakriisiä. Kansallisten viranomaisten tulisi tulevaisuuden varalta pyrkiä tunnistamaan rahastojen likviditeettiin liittyviä heikkouksia ja tarvittaessa korjata epäasianmukaista toimintaa vähemmän riskialttiiksi. Erityistä huomiota tulisi kiinnittää rahaston maksuvalmiusprofiiliin ja lunastussääntöjen yhteensopivuuteen.¹³⁸ Tavoite on jalo, mutta kansallisten viranomaisten resurssit niin Suomessa kuin muissakin jäsenvaltioissa ovat valitettavasti rajalliset. Ainoastaan aika näyttää, kuinka aktiivisesti Finanssivalvonnan on mahdollista kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallintaa lopulta valvoa. Kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot muodostavat ainoastaan pienen osan Finans-

¹³⁶ ESMA 2020c, s. 59–61, 59–61 ja ESMA 2020d, s. 8–9.

¹³⁷ ESRB 2020b, s. 2.

¹³⁸ ESMA 2020c, s. 6–9 ja 55–57.

sivalvonnan valvonnan alaisesta rahoitusmarkkinasta ja välineen mielenkiintoisuudesta huolimatta voi olla, ettei viranomaisella voi varata rahastojen valvomiseen niin paljon resursseja kuin ESMA on raportissaan suunnitellut.

Teema-arviossa todetaan, että vaikka kevään 2020 kriisi ei aiheuttanut kiinteistörahastoille odotettuja likviditeettiongelmia, niiden likviditeetinhallinta ei ole tarvittavalla tasolla tulevaisuutta ajatellen ja rahastojen tulisi olla paremmin varautuneita arvonmäärityksen herkkyyteen poikkeuksellisissa markkinaoloissa, sillä selvää on, etteivät kiinteistömarkkinalle edulliset olosuhteet, kuten olematon korkotaso, ole ikuisia. Erityistä huomiota raportissa kiinnitetään vakuussopimukseen ja kiinteistöjen arvonmääritysmenetelmien joustavuuteen. Vakuussopimusten ehdot saattavat jäädä täyttymättä esimerkiksi siksi, ettei rahasto vuokranantajana poikkeuksellisessa tilanteessa pysty vaatimaan vuokrasaataviaan tehokkaasti, mikä saattaisi laukaista rahastojen omistamien kiinteistöjen realisoimisen. ESMA:n analyysin mukaan tätä riskiä ei ole aiemmin kunnolla tiedostettu.¹³⁹ Kotimaisesta perspektiivistä katsoen vakuuksien muutospyyntöjen aiheuttama riski ei vaikuta kovin kriittiseltä, mutta tämä on oma keskustelunsa, johon ei ole mahdollista perehtyä tämän esityksen rajoissa. ESMA kehottaa kansallisia viranomaisia korjaamaan rahastojen arvonmäärityksen epävarmuutta varmistamalla, että rahastoilla on selkeät prosessit eri arvonmääritysmenetelmien käyttämiseksi ja ennen kaikkea selvyys siitä, miten ja millaisessa tilanteessa arvonmääritysmenetelmä tulee vaihtaa toiseen.¹⁴⁰

3.7.3 Finanssivalvonnan valvottavakirje: Sijoitusrahastojen ja kooltaan merkittävien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinta 6.4.2021

ESRB-teema-arvion pohjalta Finanssivalvonta antoi suomalaisia yrityslainoihin sijoittavia sijoitusrahastoja ja kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja koskevan valvottavakirjeen 6.4.2021.¹⁴¹ Vuonna 2019 tehdystä kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja koskevasta teema-arviosta johtuen Finanssivalvonta keskittyi valvottavakirjeessä erityisesti yrityslainoihin sijoittaviin sijoitusrahastoihin, mutta otti kantaa lyhyesti myös kiinteistörahastoihin. Havaintona toistettiin suomalaisten rahastojen osalta jo ESRB-teema-arviossa todettu tieto siitä, että rahastot selviytyivät kriisitilanteessa likviditeetinhallinnasta verrattain hyvin. Rahastot eivät käyttäneet kriisitilanteen aikana likviditeetinhallintavälineitä, mutta

¹³⁹ ESMA 2020c, s. 48 ja 55

¹⁴⁰ ESMA 2020c, s. 61–62.

¹⁴¹ Finanssivalvonta 2021.

useat rahastot tekivät muutoksia likviditeetinhallintaprosesseihinsa lisäämällä mahdollisuutta erilaisten likviditeetinhallintavälineiden käyttöön. Rahastojen suurin haaste oli kiinteistökohteiden arvonmäärityksen poikkeuksellinen epävarmuus.¹⁴² Tarkastelluista viidestä kotimaisesta kiinteistörahastosta ainoastaan yksi oli ilmoittanut suurista lunastuksista alkuvuoden aikana, joten odotettua lunastusaaltoa ei kotimaassakaan koettu.¹⁴³

Rahastoille oli tehty kyselyssä lunastusshokkiin perustuva stressitesti, jonka tuloksena oli, että jokainen rahasto pystyi vastaamaan stressitestissä asetettuihin vaatimuksiin. Tämä indikoi, että vaihtoehtorahastojen hoitajat olivat Finanssivalvonnan vuoden 2019 teema-arvion jälkeen todella korjanneet stressitestejään paremmin lain vaatimaan tasoon. Arvonmäärityksestä valvottavakirjeessä todetaan ainoastaan, että arvonmäärityshaasteiden takia kiinteistöjen arvonmäärityksraportteihin lisättiin tieto siitä, että arvoihin liittyy poikkeuksellista epävarmuutta, eikä itse arvonmäärityksen epävarmuuteen liittyvään riskiin tai sen minimoimiseen otettu erikseen kantaa. Kaikki ESRB-teema-arviossa mukana olleet rahastonhoitajat katsoivat, että rahastojen toiminta oli normalisoitunut kesäkuun 2020 loppuun mennessä.¹⁴⁴ ESMA:n kannasta poiketen Finanssivalvonnan valvottavakirjeessä ei yhtä painokkaasti korosteta erilaisten likviditeetinhallintavälineiden käytön mahdollistamista rahastojen säännöissä, mikä osaltaan kertoo kansallisesta lainsäädännöstä, joka valmiiksi sallii rahastonhoitajien päättävän itsenäisesti ja monipuolisesti rahaston toimintatavoista erilaisissa tilanteissa.

3.8 Avointen kiinteistörahastojen arvonmäärityksen epävarmuus markkinakriisissä

Kotimaisille kiinteistöihin sijoittaville erikoissijoitusrahastoille vuoden 2020 koronakriisi oli ensimmäinen markkinanotkahdus ja likviditeettitesti, mutta maailmalta on esimerkkejä aikaisemmista tilanteista, joissa markkinashokit tai poliittinen epävarmuus ovat sulkeneet tai jopa kaataneet avoimia kiinteistörahastoja. Saksassa avoimilla kiinteistörahastoilla on pitkä historia, ja rahastot ovat selvinneet erilaisissa taloustilanteissa verrattain hyvin 1950-luvulta lähtien.¹⁴⁵ Rahastojen hallinnoiman nettovarallisuuden määrä kasvoi ensimmäisen rahaston perustamisesta vuoteen 2006 kiihtyvällä tahdilla. Saksan avoimet kiinteistörahastot muistuttavat paljon suomalaisia kiinteistöihin sijoittavia erikoissijoitusrahastoja: ne eivät ole oikeushenkilöitä, ne voivat käyttää likviditeetinhallintavälineitä omien sääntöjensä mukaan ja

¹⁴² Finanssivalvonta 2021, s. 5.

¹⁴³ Finanssivalvonta 2021, s. 21.

¹⁴⁴ Finanssivalvonta 2021, s. 22.

¹⁴⁵ HE 77/1997 vp, s. 18.

niiden on hallittava rahaston avoimuudesta johtuva likviditeettiriski. Tämän vuoksi saksalaisten rahastonhoitajien likviditeetinhallintamenettelyt ovat oivallinen vertailukohta kotimaisten rahastojen likviditeetinhallinnalle. Saksan kiinteistörahastomarkkina on reagoinut rahastojen toimintaa vapauttaviin tai niiden asemaa selkeyttäviin lakimuutoksiin säännönmukaisesti siten, että lakimuutosten jälkeen kiinteistörahastoihin on virrannut lisää varoja.¹⁴⁶

Viimeaikainen ja hyvin erityyppinen kriisi, joka myös vaikutti kiinteistöjen arvoihin, oli Brexit eli Britanniassa järjestetty kansanäänestys, jonka tuloksena äänestäjät kannattivat EU:sta eroamista. Brexitissä kiinteistömarkkinat reagoivat ulkopuolelta tulevaan poliittiseen riskiin, jonka ennustettiin vaikuttavan Britannian asuntomarkkinaan alueilla, joilla asui paljon muiden EU-maiden kansalaisia. Kiinteistörahastoihin kohdistuvien suurten lunastusten pelättiin leviävän myös muihin omaisuusluokkiin ja kiinteistöjen alihintaan myymisen lunastusten kattamiseksi epäiltiin loukkaavan sijoittajien etua.¹⁴⁷ Brexitin vaikutusta Britannian kiinteistörahastomarkkinaan käsittelevässä alajaksossa havaintoja tehdään lähinnä hyödyntämällä lähdemateriaalina Britannian kiinteistörahastoliiton (engl. *The Association of Real Estate Funds*, jäljempänä AREF) tilaamaa tutkimusta¹⁴⁸.

3.8.1 Saksan vuoden 2006 kiinteistörahastokriisi

Saksalaisten avointen kiinteistörahastojen pitkää menestystä on perusteltu tarkalla lainsäädännöllä.¹⁴⁹ Saksan lainsäädäntö määrää, että avointen kiinteistösijoitusrahastojen on pidettävä 5–50 % varoistaan likvideinä, jotta lunastustoimeksiannot voidaan aina täyttää ilman viivästyksiä. Mikäli rahaston likvidin varallisuuden määrä putoaa alle 5 %:n, rahasto suljetaan siihen asti, kunnes lainsäädännön määräämä likviditeettipuskuri on taas saavutettu.¹⁵⁰ Lisäksi kiinteistörahastoja koskee 50 %:n vivutusraja, joka on lainattu myös Suomen kiinteistörahastolakiin.¹⁵¹ Verrattuna kotimaisiin kiinteistöihin sijoittaviin erikoissijoitusrahastoihin, osa saksalaisista rahastoista on aidommin avoimia: sijoittajien on mahdollista tehdä merkintöjä ja lunastuksia päivittäin, mikä luonnollisesti lisää likviditeettiriskiä.¹⁵² Lisäksi

¹⁴⁶ Focke 2006, s. 41–43.

¹⁴⁷ Bouveret 2017, s. 5.

¹⁴⁸ AREF 2017.

¹⁴⁹ Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 4.

¹⁵⁰ Fecht – Wedow 2014, s. 381–384.

¹⁵¹ Maurer – Rogalla – Shen 2012, s. 82.

¹⁵² Sebastian – Tyrell 2006, s. 2.

rahastoihin on sisäänrakennettu tiettyjä ominaisuuksia, kuten merkintäpalkkioita, jotka kannustavat sijoittajia käymään kauppaa osuuksilla vain harvoin, koska merkintäpalkkioiden vaikutuksesta sijoittajien on pidennettävä sijoitusaikaansa tuoton saamisen varmistamiseksi. Usein merkintäpalkkiot eivät kuitenkaan koske institutionaalisia sijoittajia, vaan ainoastaan ei-ammattimaisia piensijoittajia.¹⁵³ Kotimaisesta lainsäädännöstä poiketen Saksan lainsäädäntö kieltää rahastoja myymästä omistamiaan kiinteistöjä alle markkinahinnan tai portfoliomyyntineissä yli 5 % alle niiden arviolausunnon hinnan. Säännös on aiheuttanut kritiikkiä, koska se vaikeuttaa kiinteistöjen myyntiä markkinan kriisitilanteessa, jolloin kiinteistöt saattavat olla yliarvostettuja.¹⁵⁴

Saksan vuoden 2006 kiinteistörahastokriisissä oli kyse siitä, mistä arvopaperikriiseissä yleensäkin: epälikvidi ei muutu likvidiksi vain arvopaperistamalla. Tuotteet, jotka perustuvat likviditeettitransformaatioon ovat erityisen herkkiä markkinakriiseille ja kriisissä jouduttiin konkreettisesti ensimmäistä kertaa kohtaamaan epäsuhta sijoittajien likvidien rahasto-osuusarvopaperien ja rahasto-osuuksien todellisena etuutena olevien epälikvidien kiinteistöjen välillä. Vaikka rahastojen aiempaa menestystä oli nimenomaan perusteltu sääntelyn laadukkuudella, kriisi herätti kysymyksen siitä, pitäisikö likviditeettitransformaatiota eli epäsuhtaa likvidin arvopaperin ja epälikvidin kohde-etuuden välillä säännellä eri tavalla ja pitäisikö rahastojen toiminnan muutenkin olla läpinäkyvämpää.¹⁵⁵ Julkisesti keskusteltiin myös siitä, olivatko päivittäistä likviditeettiä tarjoavat, mutta todella epälikvideihin varoihin sijoittavat kiinteistörahastot pitkästä historiastaan huolimatta kannattamaton riski koko nykyiselle järjestelmälle.¹⁵⁶

Eräänä pääsyynä kriisille on pidetty sitä, että rahasto-osuuksien arvot päivitettiin päivittäin, mutta rahaston omistamien kiinteistöjen arvot vuosittain. Tämä aiheutti sen, että kiinteistömarkkinan heiketessä sijoittajien kannatti myydä osuutensa, koska oli todennäköistä, että he voisivat ostaa osuudet takaisin huomattavasti halvemmalla hinnalla tulevaisuudessa, kun rahaston arvo laskisi kiinteistöjen arvojen laskun myötä. Erityisesti institutionaalisilla sijoittajilla oli mahdollisuus tällaiseen arbitraasiin, koska rahasto-osuuksiin muille sijoittajille si-

¹⁵³ Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 4–6.

¹⁵⁴ Weistroffer – Sebastian 2014, s. 522–523.

¹⁵⁵ Bannier – Fecht – Tyrell 2007, tiivistelmä.

¹⁵⁶ Maurer – Rogalla – Shen 2012, s. 84–86.

säänrakennetut palkkio- ja transaktiokulut eivät hidastaneet institutionaalisten sijoittajien lunastus- tai merkintäpäättöksiä. Lisäksi institutionaalisten sijoittajien osuudet ovat yleensä suuria, jolloin osuuksien lunastaminen entisestään pahentaa rahaston likviditeettiahdinkoa.¹⁵⁷ Kiinteistönarvioinnin vaikutuksesta tapahtuvien heilahdusten merkitystä rahaston arvolle pyritään hillitsemään siten, että rahaston kaikkia kohteita ei arvioida samaan aikaan, vaan arvioinnit tapahtuvat pitkin vuotta sijoittuen eri päiville.¹⁵⁸

Lunastusaalto yhteen rahastoon aiheutti kiinteistörahastojen uskottavuuskriisin, joka levisi rahastosta toiseen. Kyseessä oleva rahasto oli Deutsche Bankin Grundbesitz Invest -kiinteistörahasto. Vuoden 2005 lopussa Deutsche Bank ilmoitti, että kiinteistöjen hintakehityksen vuoksi rahasto-osuuden arvo tulisi todennäköisesti tippumaan. Ilmoitus sai suuren osan sijoittajista lunastamaan osuutensa samaan aikaan, mikä pakotti Deutsche Bankin lopulta keskeyttämään lunastukset ja sulkemaan rahaston. Jälkikäteen kuitenkin havaittiin, etteivät kiinteistöjen arvot lopulta laskeneetkaan niin merkittävästi kuin mitä pankin tekemästä ilmoituksesta oli pääteltävissä, vaan kyseessä oli ennemminkin tilanne, jossa sijoittajat epäilivät muiden sijoittajien lunastavansa osuutensa ilmoituksesta syntyneen epävarmuuden takia ja pyrkivät itse lunastamaan osuutensa ennen kuin rahasto päätyisi likviditeettikriisiin (engl. niin kutsuttu *first mover advantage*). Tilanteesta muodostui itseään ruokkiva likviditeettikriisi, kun sijoittajat arvioivat Deutsche Bankin ilmoituksen perusteella myös muiden kiinteistörahastojen rahasto-osuuksien laskevan, ja minkä seurauksena kiinteistöjen hinnat todella lähtivät laskuun usean rahaston yrittäessä myydä kiinteistövarallisuuttaan yhtä aikaa lunastuspyyntöjen kattamiseksi.¹⁵⁹

Myös toisenlainen näkemys kriisin synnystä on olemassa. Esimerkiksi *Weistroffer* ja *Sebastian* ovat arvioineet, että kriisin syynä tosiaan oli, että rahastojen omistamat kiinteistöt oli arvostettu ylihintaan eli arvot laahasivat markkinan perässä. Tällöin sijoittajien lunastusreaktio oli ollut oikea, mikä tarkoittaa, että kiinteistöjen arvostuskäytäntöjen sääntelyyn olisi tehtävä muutoksia. Kiinteistöjen hinnat eivät lopulta romahtaneet merkittävästi, mutta rahastot myivät kiinteistöjä kriisin aikana. Koska Saksan lainsäädäntö kieltää alihintaan myy-

¹⁵⁷ Maurer – Rogalla – Shen 2012, s. 84 ja Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 1–2 ja 10–11.

¹⁵⁸ Maurer – Rogalla – Shen 2012, s. 82.

¹⁵⁹ Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 13–18.

misen, tutkijat ovat tulkinneet, että rahastot kävivät kauppaa lähinnä niillä kiinteistöillä, joiden arvostus ei merkittävästi muuttunut.¹⁶⁰ Myös Crosby katsoo, että kriisin syynä oli kiinteistöjen arvostaminen ylihintaan. Hän näkee, että ongelma koskee nimenomaan Saksaa, jossa lainsäädäntö edellyttää kiinteistöjen arvon arvioimista ainoastaan kerran vuodessa ja jossa arvostusmenetelmät poikkeavat muista valtioista.¹⁶¹

Kriisin jälkipuinneissa on lisäksi mietitty tulisiko lainsäädännön vaatimaa pakollista 5 %:n likviditeettipuskuria nostaa, jolloin rahastot olisivat paremmin valmistautuneita likviditeettikriisin iskiessä, sillä kriisissä pärjäsivät paremmin ne rahastot, joilla oli enemmän likvidiä varallisuutta. *Fecht* ja *Wedow* ehdottavat vapaaehtoisten pitkän aikavälin likviditeettipuskurien käyttöä ennemmin kuin lainsäädännön määräämään pakollisen rajan nostamista.¹⁶² Kotimainen lainsäädäntö edellyttää ainoastaan, että kiinteistörahastolla on *rahastotoiminnan maksuvalmiuden edellyttämät käteisvarat* ja että 60 % rahaston varallisuudesta on sijoitettu kiinteistöihin, joten käytännössä kotimaisen rahaston varallisuudesta 0–40 % voi olla likvidiä varallisuutta. Numeeristen rajojen asettaminen lainsäädännöllä on vaarallista innovatiivisella rahoituslalla, joka uudistuu jatkuvasti ja onnistuu luomaan uusia välineitä edellisten instrumenttien sääntelyn käydessä liian ahtaaksi. Kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen menestyksen säilymisen kannalta ei siis vaikuta järkevältä asettaa kotimaisille rahastoille esimerkiksi Saksan lainsäädännön mukaista 5 %:n rajaa, vaan pikemminkin rahastojen sääntöjä koskevissa säännöksissä olisi edellytettävä, että rahasto selvittää, mitkä ovat sen sääntöjen mukaan rahastotoiminnan maksuvalmiuden edellyttämät käteisvarat ja onko likvidi varallisuus käteistä vai esimerkiksi likvideihin arvopapereihin sijoitettua omaisuutta.

Kriisiä pahensivat luottoluokittajien arviot muiden markkinoilla olevien kiinteistörahastojen tilanteesta. Luottoluokitusyhtiö Scope Analysis laski sijoitusyhtiö KanAmin kahden kiinteistörahaston luottoluokitusta ja kannusti sijoittajia lunastamaan osuutensa. Scopen arvio perustui KanAmin yhdysvaltalaisen yhteistyökumppanin The Mills Corporationiin kannattavuuteen liittyviin negatiivisiin huhuihin, vaikka toinen huonon luokituksen saaneista rahastoista ei edes sijoittanut Yhdysvaltoihin. KanAm vastasi luokitukseen tuomalla esiin, ettei Scope ollut saanut arvioiden tekemiseksi mitään rahastonhoitajan sisäisiä tietoja rahaston

¹⁶⁰ Weistroffer – Sebastian 2014, s. 518–519 ja 524.

¹⁶¹ Crosby 2007, s. 1 ja 11–13.

¹⁶² Fecht – Wedow 2014, s. 378, 384–385 ja 398.

sijoituksista, toisin kuin luottoluokitusyhtiö Feri, joka oli vain hieman aikaisemmin arvioinut rahastot erinomaisiksi. Joka tapauksessa KanAm joutui lopulta sulkemaan rahastot Scopen arvioiden aiheuttamien lunastusten takia.¹⁶³ Sijoittajat siis ylireagoivat julkiseen, laajasti esillä olevaan tietoon, eivätkä hankkineet yksityistä tietoa, joka olisi kertonut totuudenmukaisesti rahaston sijoitusten tilanteesta. Koska kotimaiset kiinteistörahastot ovat auki lunastuksille vain tiettyinä aikoina esimerkiksi puolivuositain, eivät ne ole yhtä herkkiä yhtäkkiä sille markkinaan tuoduille tiedoille kuin saksalaiset vastineet. On kuitenkin tärkeää huomata, miten epätarkka tai pintapuoliseen perehtymiseen perustuva julkisuuteen tuotu tieto saattaa heilauttaa markkinaa epätoivotulla tavalla ja siten lisätä systeemistä riskiä. Sen sijaan tarkkaan arviointiin ja rahastonhoitajalta saatuihin tietoihin perustuva luottoluokitus saattaisi lisätä rahastojen vertailtavuutta.

Saksalaiset kiinteistörahastot ajautuivat ongelmiin muun maailman tavoin lyhyen ajan kulluttua edellisestä kriisistä vuoden 2008 finanssikriisissä, mutta tällöin rahastoista osa selvisi käytännössä vahingoittumatta. Koska finanssikriisi levisi rahoitusmarkkinoiden kautta, ne suuret rahastot, joiden sijoittajapohja koostui lähinnä yksityissijoittajista, säästyivät vakavilta ulosvirtauksilta. Sen sijaan rahastot, joiden sijoittajakuntaan kuului paljon institutionaalisia sijoittajia, joutuivat turvautumaan erilaisiin likviditeetinhallintakeinoihin.¹⁶⁴ Myös vuoden 2006 kriisissä on havaittu sama piirre: niihin rahastoihin, joiden sijoittajista suuri osa oli institutionaalisia sijoittajia, kohdistui enemmän lunastuksia kuin niihin, joissa sijoittajapohjaan kuului lähinnä kotitalouksia. Havainto herättää kysymyksen siitä, olisiko sijoittajapohjan sääntelystä hyötyä rahastojen likviditeettihallinnassa.¹⁶⁵ Suomen kokoisessa markkinassa en näe, että lainsäätäjän puuttuminen rahastojen sijoittajapohjaan näin yksityiskohtaisella tasolla olisi tarpeellista. Jo nyt rahastot voivat eri osuussarjoilla ja minimimerkintämäärillä kohdistaa rahastonsa tietyn profiilin sijoittajille.¹⁶⁶

3.8.2 *Brexitin vaikutus Britannian kiinteistörahastomarkkinaan*

Vuonna 2016 Britanniassa suoritettiin kansanäänestys, jonka tuloksena kannatettiin valtion eroamista Euroopan unionista. Britanniassa asui tuolloin ja asuu edelleen paljon EU-maiden

¹⁶³ Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 18–21.

¹⁶⁴ Maurer – Rogalla – Shen 2012, s. 85–86.

¹⁶⁵ Fecht – Wedow 2014, s. 378 ja 397–398.

¹⁶⁶ KTI Kiinteistötieto 2021, s. 6.

kansalaisia, ja erityisesti Lontoon alueella sijaitsevien kiinteistöjen arvot laskivat, kun markkinat ennakoivat kiinteistöjen yltärintoutta, joka seuraisi kysynnän laskusta sen seurauksena, että muiden valtioiden kansalaiset muuttaisivat takaisin EU-alueelle.¹⁶⁷ Suuri vaikutus arvojen laskuun oli sillä, että äänestyksen tulos ei ollut odotettu, vaan yllättävä, mikä johti rahoitusmarkkinoiden shokkiin. Shokki vaikutti välittömästi myös Britannian avoimiin yksityissijoittajille suunnattuihin kiinteistörahoitajiin, joihin tehtiin heti äänestystuloksen julkistamisen jälkeen paljon lunastuksia.¹⁶⁸ Britannian kiinteistörahoitajajärjestö AREF tilasi John Forbes Consulting LPP:ltä raportin, joka tarkastelee kriisin syitä ja rahastonhoitajien toimintaa kriisin aikana.

Raportin päähuomioita on, että julkisessa keskustelussa avoimia kiinteistörahoitajia ei nähdä järjestelmää vaarantavina, vaan riskin katsotaan olevan enimmäkseen siinä, että sijoittajille ei ole selvää, mitä likviditeetinhallintakeinoja rahastonhoitajalla on käytössään kriisitilanteessa. Sijoittajille ja vastapuolille ei myöskään ollut selvää erilaisten rahastomuotojen ero. AREF:n tilaaman raportin mukaan tämä olisi korjattavissa tarkemmalla sääntelyllä, joka vaatisi esittämään rahaston käytössä olevat likviditeetinhallintavälineet ja tilanteet, jossa niiden hyödyntäminen olisi mahdollista. AREF suositteli myös rahastolainsäädännön yksinkertaistamista ja selkeyttämistä ylipäättään, jotta rahastomarkkina säilyttäisi houkuttelevuutensa sijoittajien silmissä. Lisäksi raportissa havaittiin, että sijoittajien keskuudessa likviditeetinhallintakeinojen, kuten lunastusten keskeyttämisen, käyttö stressitilanteessa katsottiin paremmaksi ratkaisuksi kuin kiinteistöjen realisoiminen lunastustoimeksiantojen täyttämiseksi. Britannian kansallinen sääntely eroaa kotimaisesta siinä, että lunastusten keskeytyessä rahasto ei myöskään saa ottaa merkintöjä vastaan.¹⁶⁹

Raportti ottaa kantaa myös avointen kiinteistörahoitajien arvonmäärittelyyn ja arvonmäärittelyn sääntelyyn erityisesti stressatuissa olosuhteissa. Britannian lainsäädäntö edellyttää, että kiinteistönarvioitsija arvioi avoimen kiinteistörahoitajan omistamat kiinteistöt kuukausittain. Vähintään vuosittain arvioitsijan on tehtävä kiinteistöille myös fyysinen kohdekäynti. Velvoite arvostaa kiinteistöt kuukausittain vaikuttaa varsin raskaalta toimenpiteeltä rahastonhoitajalle, vaikkakin tuottoisalta kiinteistönarvioitsijoille, mutta tässä yhteydessä on huomioitava, että Britanniassa suurin osa rahastoista on avoinna merkinnöille ja lunastuksille

¹⁶⁷ Monfared – Pavlov 2019, s. 1–2.

¹⁶⁸ Monfared – Pavlov 2019, s. 18–19 ja AREF 2017 s. 4 ja 10.

¹⁶⁹ AREF 2017, s. 5–7, 20–21 ja 28.

päivittäin. Suomessa rahastot arvostavat omistamansa kiinteistöt yleensä yhtä usein kuin merkintäikkunat ovat avoinna. Britanniassa, jos rahastonhoitajalla, arvioitsijalla tai säilytysyhteisöllä on perusteita uskoa, että edellisen kuukauden arviokirja ei kuvasta kiinteistön arvoa, rahastonhoitajan tulee yhdessä arvioitsijan kanssa päättää kiinteistölle reilu ja asianmukainen arvo. Säännöksen sisältö on ollut epäselvä rahastonhoitajille: osa on tulkinnut sen kieltävän kiinteistöjen arvojen tarkistamisen, ja toiset ymmärtäneet säännöksen nimenomaan edellyttävän tarkistusta muuttuneessa markkinatilanteessa.¹⁷⁰

Britanniassa avointen kiinteistörahastojen sulkeminen on mahdollista poikkeuksellisissa olosuhteissa, jos rahasto-osuuden arvonmäärittelyyn liittyy epävarmuutta. AREF huomauttaa, että on epäselvää, oliko 2016 Brexit-kriisissä kyse siitä, että arvioitsijat eivät ollenkaan pystyneet arvioimaan kiinteistöjen arvoja poikkeuksellisessa tilanteessa vai siitä, että tehdyt arviot eivät olleet luotettavia. Raportin mukaan olisi hyödyllisempää, että lain vaatimat kuukausittain tehtävät kiinteistöarvioinnit olisivat tulevaisuuteen suuntautuvia eivätkä historiaan perustuvia, jolloin arvot eivät laahaisi niin paljoa markkinan jäljessä ja arvoihin ei välttämättä tarvitsisi markkinakriisissä tehdä ollenkaan muutoksia. Samalla kuitenkin todetaan, että tulevaisuuteen suuntautuvan mallin käyttö saattaisi osoittautua käytännössä liian vaikeaksi.¹⁷¹ Kotimaisesta perspektiivistä tällainen kokonaisvaltainen muutos arvostusmenetelmiin vaikuttaa utopistiselta. Kiinteistönarvointi toimialana on laaja ja vakiintunut, ja kokonaan uuteen arvointijärjestelmään siirtyminen edellyttäisi muutoksia lainsäädäntöön ja mahdollisesti myös arvioitsijoiden koulutukseen ja arvostusmenetelmiin, mikä kerryttäisi paljon kustannuksia, joten uudistamisprosessi herättäisi todennäköisesti vastarintaa alan toimijoissa.

3.8.3 Likviditeetin hallinta vuoden 2020 koronapandemian aikana

Yllä on jo käsitelty kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen selviytymistä vuoden 2020 koronapandemian aiheuttamasta markkinashokista. Rahastot selvisivät kriisistä verrattain hyvin ja ainoastaan yksi rahasto ilmoitti suuresta määrästä lunastuksia, eivätkä rahastot pandemiasta johtuvan tilanteen takia joutuneet ottamaan likviditeetin hallintakeinoja käyttöön. Yksi rahasto oli jo ennen kriisin alkamista ilmoittanut sulkevansa kevään 2020 merkintäikkunan¹⁷² ja vuonna 2021 tilanteen jo vakauduttua myös muut rahastot ovat

¹⁷⁰ AREF 2017, s. 6 ja 22–27.

¹⁷¹ AREF 2017, s. 24.

¹⁷² Ks. eQ Rahastoyhtiö Oy 2020.

nimenomaan pidättäytyneet ottamasta vastaan uusia merkintöjä.¹⁷³ Tämä kertoo siitä, että rahastoilla on käytettävissään paljon pääomia, mutta markkinassa ei välttämättä ole houkuttelevia kiinteistökohteita, joihin rahastot voisivat sijoittaa. Koska laki vaatii, että vähintään 60 % rahaston varoista on sijoitettu kiinteistöihin, ei rahaston välttämättä ole mahdollista ottaa vastaan uusia pääomia, jos rahaston jo hallussaan pitämien pääomien sijoittaminen ei vaikuta mahdolliselta.

Yllättävä kriisitilanne kuitenkin tuntui herättävän globaalisti epävarmuutta siitä, mitä vaihtoehtoja avointen kiinteistörahastojen rahastonhoitajilla oli käytössään.¹⁷⁴ Finanssivalvonnan syksyllä 2019 julkaisema teema-arvio tuloksineen julkaistiin kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen näkökulmasta kreivin aikaan. Rahastot olivat juuri ennen pandemian aiheuttamaa kriisiä joutuneet viranomaisen tehovalvonnan takia selvittämään, raporttoimaan ja päivittämään omia käytäntöjään, joten kaikilla rahastoilla oli valmiina hyvät toimintatavat kriisitilanteen hoitamiseksi. Tämä kertoo myös viranomaisen valvonnan arvosta järjestelmäriskin hallitsemisessa. Vaikka viranomaisen käytössä olevat resurssit ovat rajalliset, juuri asiantuntevan viranomaisen valvontaa pitäisi korostaa lainsäädännön jatkuvan lisäämisen ja kiristämisen sijasta. Finanssivalvonta jatkoi vuoden 2020 loppuun asti kotimaisten avoimien rahastojen tilanteen raporttoimista ESMA:lle.¹⁷⁵

¹⁷³ Ks. Titanium Oyj 2021.

¹⁷⁴ AREF 2017, s. 5 ja Broderick – Giles 2020 s. 193–195.

¹⁷⁵ Finanssivalvonta 2020, s. 21.

4 JOHTOPÄÄTÖKSET

Kokonaisuutena arvioiden kotimaisten kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen likviditeetinhallinnan sääntely ja sääntelyn toteuttaminen ovat hyvällä tasolla. Rahastojen maksuvalmius ja sen hallinta eivät kuitenkaan ole vielä joutuneet todelliseen testiin sijoitusvälineen lyhyen historian ja koronapandemian aiheuttaman markkinashokin lyhytkestoisuuden takia. Kotimainen lainsäädäntö kuitenkin mahdollistaa rahastoille laajasti erilaisten likviditeetinhallintakeinojen käytön. Likviditeetinhallintakeinoja ovat muun muassa lunastuspalkkioiden porrastaminen, lyhytaikaisten lainojen ottaminen, lunastusten siirtäminen seuraavaan lunastusajankohtaan, vaatimus ilmoittaa tietyn rajan ylittävistä suurista lunastuksista aiemmin ja lunastusten tai merkintöjen keskeyttäminen kokonaan. Viimeaikaiset lainsäädäntömuutokset ja viranomaisten tekemät linjaukset ovat selventäneet kiinteistöihin sijoittavilta erikoissijoitusrahastoilta edellytetyjen likviditeetinhallintamenettelyjen sisältövaatimuksia ja erikoissijoitusrahastojen sijoittumista Euroopan unionin rahastokenttään.

Valvovat viranomaiset ovat tunnistaneet avointen kiinteistörahastojen likviditeettiluonteeseen liittyvän riskin. Rahastojen korkea likviditeettiriski johtuu siitä, että sijoittajan omistaman rahasto-osuuden ja rahaston omistaman kiinteistön likviditeettiprofiilit ovat epäsuhdassa keskenään ja kaikenlaiseen likviditeettitransformaatioon liittyy riski transformaation epäonnistumisesta. Ongelmana on, että epälikvideihin varoihin, kuten kiinteistöihin sijoittavien rahastojen arvonmääritys on poikkeuksellisessa markkinatilanteessa epävarmaa. Määritetty arvo ei ole kiveen hakattu totuus tai välttämättä korreloi kiinteistöstä saatavan myyntihinnan kanssa. Tämä tarkoittaa, että rahasto-osuuden arvo on herkkä kiinteistöjen arvonmuutoksille, jotka väistämättä laahaavat markkinan perässä.

Kiinteistöjen arvonmääritys on elinkeinotoimintaa, joten rahastojen on käytännössä mahdollista kilpailuttaa omistamiensa kiinteistökohteiden arvoja. Lopulta vastuu rahaston arvonmäärityksestä on rahastonhoitajalla eikä kiinteistönarvioitsijalla, joka ainoastaan antaa arvion kiinteistön todennäköisestä hinnasta. Onkin harkittava olisiko kotimaiseen lainsäädäntöön sisällytettävä vaatimus kiinteistönarvioitsijan vaihtamisesta tietyin aikavälein, jolloin rahaston mahdollisuus hankkia sen näkökulmasta paras arviolausunto kapenisi. Tällöin kiinteistön arvosta saataisiin uuden arvioitsijan mielipide aina tietyin aikavälein. Esimerkiksi

Saksassa tietyn kiinteistökohteen arvioitsijaa on vaihdettava kahden vuoden välein.¹⁷⁶ Lisäksi on harkittava, olisiko lainsäädäntöön tarkoituksenmukaista sisällyttää rahastoille mahdollisuus hankkia jonkinlaisia luottoluokitus- tai *rating*-raportteja sijoittajien edun paremmaksi toteutumiseksi. Koska rahastot eivät julkista omistamiensa kiinteistöjen arvoja, sijoittajat voisivat hyötyä ulkopuolisen luokittajan tekemästä rahastoarviosta. Tämä edellyttää, että luokitus perustuisi rahastonhoitajan tarjoamiin sisäisiin tietoihin, joita ei ole markkinassa julkisesti saatavilla. Tällaisen luokitusraportin tarjoamisen pitäisi kuitenkin olla rahastoille ennemminkin vapaaehtoista kuin pakollista.

Finanssialan sääntely on jo nykyisellään paisunut kontrolloimattoman laajaksi ja jo pelkäänsä rahastoja koskevaa sääntelyä on hajallaan useassa laissa sekä kansallisessa että EU-lainsäädännössä. Kokonaiskuvan saavuttaminen siitä, mitkä kaikki säännökset koskevat vaihtoehtorahastoja, saati kotimaisen oikeuden erillistä kuriositeettia erikoissijoitusrahastoa, on vaivalloista ja aikaa vievää. Tässä valossa sääntelyn lisäämistä on arvioitava hyvin kriittisesti. Tervetulleita ovat kuitenkin muutokset, jotka selkeyttävät nykyisten säännösten sovellettavuutta ja kokoavat samanlaisia sijoitusvälineitä koskevat säännökset yhteen. ESMA ja ESRB ovat vedonneet komissioon vaihtoehtorahastojen stressitestien ja likviditeetinhallinnan sääntelyn harmonisoimiseksi, jotta testauksesta ja likviditeetinhallinnasta kerättyä informaatiota voitaisiin käyttää tehokkaammin.¹⁷⁷ Todennäköisesti Suomen lainsäädäntöön harmonisointi ei toisi juurikaan muutoksia, sillä unionin viranomaiset peräänkuuluttavat nimenomaan likviditeetinhallintakeinojen vapauttamista ja niiden käytön sovittamista kunkin rahaston erityispiirteiden mukaan. Lisäksi kotimaisten rahastojen stressitestauskäytäntöjä on Finanssivalvonnan äskettäin tekemän selvityksen perusteella päivitetty vastaamaan lain ja ESMA:n ohjeen vaatimuksia. ESMA:n ohje rahastojen stressitestauksesta sitoo jo tällä hetkellä kaikkia unionin alueen rahastonhoitajia, joten harmonisaatiota on jo toteutettu viranomaistasolla. ESMA toivoo kansallisten viranomaisten seuraavan tiiviisti avointen kiinteistörahastojen likviditeetinhallintakäytäntöjä, mutta Finanssivalvonnan resurssien riittävyys jää ajan näytettäväksi.

Sääntelyn paisuminen johtuu osaksi finanssialan innokkaasta tuotekehittelystä. Tämä tuotekehittely johtaa valitettavan usein siihen, että tietyn sijoitusvälineen sääntelyn käydessä liian ahtaaksi sijoitustoiminta siirretään uudenlaiseen rakenteeseen, johon tiukka sääntely ei vielä

¹⁷⁶ Bannier – Fecht – Tyrell 2007, s. 23 ja Weistroffer – Sebastian 2014, s. 522.

¹⁷⁷ ESMA 2020c, s.58.

ulotu. Kotimaisessa kiinteistömarkkinassa kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot ovat nousseet merkittäväksi kiinteistösijoittajaksi ja kotimaisten kiinteistöjen omistajaksi. Ne ovat suosittuja sekä kotitalouksien että institutionaalisten sijoittajien keskuudessa, joten rahastojen sääntelyä ei pidä tarpeettomasti kiristää, jos tällaisten rahastojen elinvoimaisuus halutaan säilyttää. Tällä hetkellä rahastot saavat varsin vapaasti päättää toimintansa periaatteista, likviditeetinhallintakeinojen käytöstä, kiinteistöjen arvostamisperiaatteista ja lunastus- ja merkintäikkunoiden avoimuudesta, kunhan informaatio on sijoittajien saatavilla rahaston säännöissä tai rahastoesitteessä. Varsinkaan prosenttimääräisiä likviditeettipuskurivaatimuksia ei tule jatkossakaan kirjata lain tasolle, vaan rahastojen tulisi mieluummin määritellä ja perustella omaan sijoitusstrategiaansa ja rahaston likviditeettiprofiiliin istuva likviditeettipuskuri ja sen käyttö omissa säännöissään. Säännöissä olisi hyvä kuvata tilanteet, joissa puskuria voitaisiin kaventaa tai lisätä, ja onko likvidi varallisuus esimerkiksi käteistä vai arvopaperisijoituksia. Tämä edellyttää muutoksia erikoissijoitusrahastojen sääntöjä koskeviin lainkohtiin.

Rahastosijoittamiseen ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn liittyy paljon mielenkiintoisia ulottuvuuksia. Markkinoiden kehittyessä ja uusien sijoitusvälineiden syntyessä myös sääntelyn määrä kasvaa. Tällöin tarve selvittää jo olemassa olevan sääntelyn soveltumista uusiin välineisiin ja toisaalta määritellä, millaisia uudistuksia sääntelyyn on tehtävä, jotta se palvelee tarkoituksenmukaisesti alati kehittyviä markkinoita, on jatkuvaa. Rahastosijoittamisen tutkimus tarjoaa mahdollisuuksia sekä oikeustieteelliselle että taloustieteelliselle, mutta ennen kaikkea aidosti poikkitieteelliselle tutkimukselle, jossa voidaan huomioida oikeudellisen sääntelyn vaikutus sijoittajien ja rahastonhoitajien käyttäytymiseen. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa sekä sijoitusrahastojen, vaihtoehtorahastojen että erikoissijoitusrahastojen tutkimus on jäänyt vielä vähäiseksi, mikä tarjoaa tulevaisuuden tutkijasukupolville useita mahdollisuuksia ja aiheideoita riippumatta siitä, onko tutkimus arvopaperi- tai arvopaperimarkkinaoikeudellista vai velvoiteoikeudellista.

LÄHTEET

Kirjallisuus

Acharya Viral – Philippon Thomas – Richardson Matthew – Roubini Nouriel, The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 18(2) 2009, s. 89–137.

Ahoniemi Katja – Koskinen Kimmo – Tolkki Ville, Suomen ja ulkomaiden liikekiinteistömarkkinat entistä tiiviimmin kytköksissä toisiinsa. *Euro & talous* 2/2019, s. 57–65.

Bannier Christina E. – Fecht Falko – Tyrell Marcel, Open-end real estate funds in Germany – genesis and crisis. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 2: Banking and Financial Studies* 4/2007.

Bouveret Antoine, Liquidity stress tests for investment funds: A practical guide. Working Paper, International Monetary Fund 2017.

Broderick James L. – Giles Matthew L., Strategies for addressing investor liquidity concerns and funding capital needs in real estate funds. *Journal of Investment Compliance* 21(4) 2020, s. 193–202.

Crosby Neil, German Open Ended Funds: Was there a Valuation Problem?. Working Papers in Real Estate and Planning 5/2007. University of Reading.

Fecht Falko – Wedow Michael, The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany. *Journal of Financial Intermediation* 23 (3) 2014, s. 376–399.

Focke Christian, The Development of German Open-Ended Real Estate Funds. *Journal of Real Estate Literature* 14(1) 2006, s. 39–55.

Haaramo Virpi – Palmuaro Sirkku – Peill Elina, IFRS-raportointi. Alma Talent Verkkokirjalyly. Päivittyvä teos, päivitetty viimeksi 9.9.2021.

Harju Ilkka, Sijoitusrahaston oikeudellinen muoto – Oikeushenkilöopillinen vertailu. *Oikeustiede – Jurisprudentia* LIII:2020, s. 7–102.

Harju Ilkka – Syyrilä Jarkko, Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto 2001.

Hirvonen Ari, Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki 2011.

Husa Jaakko – Mutanen Anu – Pohjolainen Teuvo, Kirjoitetaan juridiikkaa: ohjeita oikeustieteellisten kirjallisten töiden laatijoille. Talentum 2010.

Jusslin Santeri, Erikoissijoitusrahastoon sijoittamista koskeva sopimus: Sitooko allekirjoitettu merkintälomake sijoittajaa?. OTM-tutkielma, Helsingin yliopisto, toukokuu 2018.

Kaleva Hanna – Oikarinen Elias – Soutamo Mikko, Kiinteistösijoittaminen. KTI Kiinteistö-tieto Oy 2017.

Kasso Matti, Kiinteistönvälitys- ja arviointi. Alma Talent 2014.

Knüpfer Samuli – Puttonen Vesa, Moderni rahoitus. Alma Talent 2018.

Lauriala Jari, Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. WSOY 2008.

Luukkonen Marja, Sijoittajan velvollisuudet. Helsinki 2018.

Maurer Raimond – Rogalla Ralph – Shen Yuanyuan, The liquidity crisis of German open-end real estate funds and their impact on optimal asset allocation in retirement. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 82(1) 2012, s. 79–107.

Monfared Sam – Pavlov Andrey, Political Risk Affects Real Estate Markets. The Journal of Real Estate Finance and Economics 58(1) 2019, s. 1–20.

Määttä Kalle, Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsinki 1999.

Määttä Kalle, Oikeudellisen sääntelyn tutkimus – lastuja sääntelyteoriasta. Oikeus 2/2002, s. 132–142.

Pörssisäätiö, Sijoitusrahasto-opas. Pörssisäätiö 2015.

Sebastian Steffen – Tyrell Marcel, Open End Real Estate Funds: Danger or Diamond?. Working Paper Series: Finance & Accounting No 168, 2006.

Siivonen Ville, Vaihtoehtorahastojen hoitajan johdon huolellisuusvelvollisuus ja vahingonkorvausvastuu. OTM-tutkielma, Helsingin yliopisto, helmikuu 2016.

Weistroffer Christian – Sebastian Steffen, The German Open-End Fund Crisis – A Valuation Problem?. The Journal of Real Estate Finance and Economics 50(4) 2014, s. 517–548.

Wuolijoki Sakari, Hyvän sääntelyn periaatteet ja finanssialan viimeaikainen sääntely. Teoksessa Norros Olli – Luukkonen Irene – Sirén Erik – Raulos Ville (toim.), Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 45 vuotta. Helsinki 2016, s. 175–194.

Virallislähteet

COM(2009) 2017, Commission Staff Working Document, Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, Impact assessment.

HE 238/1986 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 9/1987 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaista johtuviksi muutoksiksi verolainsäädäntöön.

HE 77/1997 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle kiinteistörahastolaiksi.

HE 59/1996 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 202/1998 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 102/2006 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 175/2008 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 113/2011 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi sijoitusrahastolain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 94/2013 vp, Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 243/2018 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

TaVM 27/2018 vp, Talousvaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä (HE 243/2018 vp) sijoitusrahastolaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

Oikeuskäytäntö

Helsingin hovioikeus 16.1.2017, tuomio nro 36, dnro S15/2742.

Muut lähteet

Catella Property Oy, Markkinakatsaus – Suomi, Kevät 2021. <URL: https://www.catella.com/globalassets/documents/finland-market-indicator/catella_markkinakatsaus_2021_kevat1.pdf>. Viitattu 26.10.2021.

eQ Rahastoyhtiö Oy, Asiakastiedote 22.1.2020. Hyviä uutisia eQ Hoivakiinteistöt -rahaston osuudenomistajille. <URL: <https://www.eq.fi/fi/funds/news/2020-01-22>>. Viitattu 4.11.2021.

Erikoissijoitusrahasto eQ Yhteiskuntakiinteistöt -rahaston säännöt. eQ Rahastoyhtiö Oy. <URL: <https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-yhteiskuntakiinteistot/eq-yhteiskuntakiinteistot.pdf>>. Viitattu 6.11.2021.

Erikoissijoitusrahasto eQ Yhteiskuntakiinteistöt rahastoesite. eQ Rahastoyhtiö Oy. <URL: <https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-yhteiskuntakiinteistot/pros-eq-yhteiskuntakiinteistot.pdf>>. Viitattu 6.11.2021.

Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoivakiinteistö -rahaston säännöt. Titanium Rahastoyhtiö Oy. <URL: <https://www.titanium.fi/wp-content/uploads/2021/03/erikoissijoitusrahasto-titanium-hoivakiinteisto-rahastoesite-10032021.pdf>>

Erikoissijoitusrahasto UB Suomi Kiinteistöt -rahaston säännöt. UB Rahastoyhtiö Oy. <URL: <https://www.unitedbankers.fi/api/products/file?lang=fi&id=29d6cb79-096c-46dc-8a9d-dbd589cc68aa>>. Viitattu 6.11.2021.

ESMA 2020a. ESMA, Ohjeet maksuvalmiuden stressitestauksesta sijoitusrahastoissa (UCITS) ja vaihtoehtorahastoissa (AIF) 16.7.2020 (ESMA34-39-897 FI). <URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-897_guidelines_on_liquidity_stress_testing_in_ucits_and_aifs_fi.pdf>. Viitattu 5.10.2021.

ESMA 2020b. ESMA, Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs 16/07/2020 (ESMA34-39-897 EN). <URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-897_guidelines_on_liquidity_stress_testing_in_ucits_and_aifs_en.pdf>. Viitattu 5.10.2021.

ESMA 2020c. ESMA, Report: Recommendation of the European Systemic Risk Board (ESRB) on liquidity risk in investment funds 12.11.2020.<URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-1119-report_on_the_esrb_recommendation_on_liquidity_risks_in_funds.pdf>. Viitattu 5.10.2021.

ESMA 2020d. ESMA, Letter to the European Commission with regard to the review of the AIFMD 18.8.2020. (ESMA34-32-550). <URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-551_esma_letter_on_aifmd_review.pdf>. Viitattu 6.11.2021.

ESRB 2020a, ESRB, Recommendation of the European Systemic Risk Board of 6 May 2020 on liquidity risks in investment funds (ESRB/2020/4) (2020/C 200/01).

ESRB 2020b, ESRB, Public statement 13 May 2020. Use of liquidity management tools by investment funds with exposures to less liquid assets. <URL: https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/shared/pdf/esrb.publicstatement200514_on_the_use_of_liquidity_management_tools_by_investment_funds_with_exposures_to_less_liquid_assets.en.pdf>. Viitattu 6.11.2021.

EJRK, Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus, annettu 6 päivänä toukokuuta 2020 sijoitusrahastojen likviditeettiriskeistä (EJRK/2020/4) (2020/ C 200/01).

Finanssivalvonta, Määräykset ja ohjeet 3/2011 – Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettelytavat, annettu 15.12.2011, voimaan 1.1.2012. Dnro FIVA 7/01.00/2020. Muutettu 20.8.2021.

Finanssivalvonta 2019a. Finanssivalvonta, Teema-arvio kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvonmäärittämissymyksistä ja likviditeetinhallinnasta. <URL: https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2019/teema-arvio_kiinteistoihin_sijoittavat_erikoisrahastot_191119.pdf>. Viitattu 15.10.2021.

- Finanssivalvonta 2019b*. Finanssivalvonta, Toimintakertomus 2019. <URL: https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/toimintakertomukset/toimintakertomus_2019/toimintakertomus_2019.pdf>. Viitattu 11.10.2021.
- Finanssivalvonta, Toimintakertomus 2020. <URL: https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/toimintakertomukset/toimintakertomus_2020/toimintakertomus_2020.pdf>. Viitattu 1.11.2021.
- Finanssivalvonta, Valvottavakirje 6.4.2021: Sijoitusrahastojen ja kooltaan merkittävien erikoissijoitusrahastojen likviditeetin hallinta. <URL: <https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/valvottavatiedotteet/2021/fiva-valvottavakirje-sijoitusrahastojen-ja-kooltaan-merkittavien-erikoissijoitusrahastojen-likviditeetin-hallinta.pdf>>. Viitattu 11.10.2021.
- John Forbes Consulting LLP. A Review of real estate fund behaviour following the EU referendum – A report for The Association of Real Estate Funds AREF 24.4.2017. <URL: <https://www.aref.org.uk/resource/report-real-estate-fund-behaviour-following-eu-referendum.html>>. Viitattu 8.11.2021.
- Kiinteistöarvioinnin Auktorisointiyhdistys KA ry:n hyvää kiinteistöarvointitapaa koskevat määräykset 14.6.2000. <URL: <https://kauppakamari.fi/wp-content/uploads/2020/05/Hyvää-kiinteistöarvointitapaa-koskevat-määräykset.pdf>>. Viitattu 1.11.2021.
- KPMG Oy Ab, Uutinen 11.3.2019. Uusi sijoitusrahastolaki ja keisarin uudet vaatteet. <URL: <https://home.kpmg/fi/fi/home/Pinnalla/2019/03/uusi-sijoitusrahastolaki-ja-keisarin-uudet-vaatteet.html>>. Viitattu 5.11.2021.
- KTI Kiinteistötieto 2020a*. KTI Kiinteistötieto Oy: KTI Erikoissijoitusrahastokatsaus 2020. <URL: <http://view.24mags.com/kti/kti-erikoissijoitusrahastokatsaus-2020#/page=1>>. Viitattu 15.10.2021.
- KTI Kiinteistötieto 2020b*. KTI Kiinteistötieto Oy: KTI Markkinakatsaus, kevät 2020. <URL: https://kti.fi/wp-content/uploads/KTI_MK_K_2020.pdf>. Viitattu 5.10.2021.
- KTI Kiinteistötieto Oy: KTI Erikoissijoitusrahastokatsaus 2021. <URL: <https://view.taiqa.com/kti/kti-erikoissijoitusrahastokatsaus-2021?viewer>>. Viitattu 5.10.2021.
- OP-Rahastojen rahastoesite. OP Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.op.fi/documents/20556/63932/Virallinen_Rahastoesite_01032021.pdf/2c9caebe-94c9-0da8-8d83-a4dec6f33f0d>. Viitattu 6.11.2021.

Pörssisäätiö, Säästämisen ja sijoittamisen sanasto. <URL: <https://www.porssisaatio.fi/osa-kesaastaminen/dictionary/?letter=8>>. viitattu 5.10.2021.

Sijoitusrahastolista 31.12.2020, päivitetty 17.2.2021. Suomen Pankki. <URL: <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/sijoitusrahastolista/>> Viitattu 10.11.2021.

Titanium Oyj, Yhtiötiedote 7.4.2021 klo 8:00. Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoivakiinteistö keskeyttää uusien merkintöjen vastaanottamisen väliaikaisesti. <URL: <https://www.titanium.fi/2021/04/07/erikoissijoitusrahasto-titanium-hoivakiinteisto-keskeyttaa-uusien-merkintojen-vastaanottamisen-valiaikaisesti/>>. Viitattu 4.11.2021.

Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto, Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti. Työryhmämuistioita 10/2006.

Liite 1: Sijoitusrahastolista 31.3.2021, päivitetty 21.5.2021

Erikoissijoitusrahastot (Non-UCITS)	Y-tunnus	Hallinnointiyhtiö
Erikoissijoitusrahasto Aktia Toimitila-kiinteistöt	2920506-9	Aktia Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Yhteiskunta-kiinteistöt	2473582-9	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Liikekiinteistöt	2657439-5	eQ Rahastoyhtiö Oy
OP-Vuokratuotto -erikoissijoitusrahasto	2534625-1	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Palvelukiinteistöt -erikoissijoitusrahasto	2854957-2	OP-Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Evli Vuokratuotto	2892419-2	Evli-Rahastoyhtiö Oy
FIM Asuntotuotto Erikoissijoitusrahasto	2611098-8	FIM Varainhoito Oy
S-Pankki Toimitila Erikoissijoitusrahasto	2585296-3	FIM Varainhoito Oy
S-Pankki Tontti Erikoissijoitusrahasto	2838474-7	FIM Varainhoito Oy
Ålandsbanken Asuntorahasto Erikoissijoitusrahasto	2517120-1	Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy
Ålandsbanken Tonttirahasto Erikoissijoitusrahasto	2735964-6	Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Sijoituskiinteistöt	2824178-9	LähiTapiola Vaihtoehtorahastot Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleri Kiinteistöt	3107109-8	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt	2738081-6	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Suomi Kiinteistöt	2944145-9	UB Rahastoyhtiö Oy
Elite Alfred Berg Vuokratuotto Erikoissijoitusrahasto	2772021-9	EAB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoiva-kiinteistö	2543730-5	Titanium Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Titanium Asunto	2757283-4	Titanium Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Trevian Suomi Kiinteistöt I	2757283-4	Trevian Rahastot AIFM Oy
Erikoissijoitusrahasto CapMan Nordic Property Income Fund	2843636-7	CapMan AIFM Oy